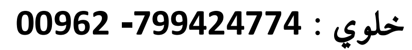
الشفافية المالية ودورها في الرفع من كفاءة الأسواق المالية

الطبعة الأولى

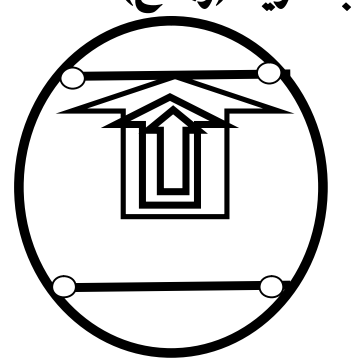
2016

مركز البحث وتطوير الموارد البشرية (رماح)

خلوي : 
00962 -799424774


00962- 79516512

فاكس: 00962 – 65153561



E-mail : remah @ remahtraining ,com

Khalidk _ 51 @ hotmail. com

Web . www.remah@remahtraining.com .

مركز البحث وتطوير الموارد البشرية (رماح)

www.remah@remahtraining.com

المملكة الأردنية الهاشمية – عمان – شارع الجاردنز

الشفافية المالية ودورها في
الرفع من
كفاءة الأسواق المالية

الدكتورة
أسماء كسري

الطبعة الأولى
2016

إهـــــــــــــــــــداء

إلى من لا يمكن للكلمات أن

توفي حقهما

إلى من لا يمكن للأرقام أن

تحصي فضائلهما

إلى والديّ الغاليين حفظهما الله

لي

إلى أخواي العزيزين

إلى كل أفراد عائلتي

إلى كل صديقاتي

أسمـــــــــــــــــــاء

المحتويات

المقدمة العامة

أصبح موضوع الأسواق المالية من المواضيع التي استحوذت على اهتمامات الدول المتقدمة والدول النامية على حد سواء، لاسيما في ظل التحولات الاقتصادية الدولية الراهنة وأمام تعاظم حركة رؤوس الأموال، لما تلعبه من دور حيوي بالغ الأهمية في دعم معدلات النمو الاقتصادي من خلال تعبئة المدخرات وتحويلها إلى القنوات الاستثمارية الأنسب وتوفير قاعدة البيانات الضرورية المتعلقة بفرص الاستثمار المتاحة للمستثمرين المحليين والأجانب.

غير أن تعدد مزايا الأسواق المالية لا يعني بالضرورة أن كل الأسواق في مختلف الاقتصادات تتسم بنفس الدرجة من الكفاءة في ترشيد الموارد المالية، وعمليا لا يمكن أن يؤدي السوق المالي الدور المنوط إليه إلا إذا توفر على مقومات الكفاءة التي تساهم في التقييم الحقيقي للشركات المدرجة ولأوراقها المالية المتداولة.

و إذا كانت الكفاءة السوقية تقتضي أن تستجيب أسعار الأوراق المالية على وجه السرعة لكل معلومة جديدة ترد إلى السوق ويكون من شأنها تغيير

نظرة المستثمرين إلى الشركة المصدرة للورقة، فإن هذه الحقيقة وبكل ما تثيره من اهتمام تفرض واقعا يرهن كفاءة السوق المالي بكفاءة نظام المعلومات، أي مدى توافر البيانات والمعلومات للمستثمرين من حيث السرعة، عدالة فرص الاستفادة منها، وشرط أن تعكس هذه المعلومات مؤشرات حقيقية عن واقع الشركات.

و قد ساد لمدة طويلة اعتقاد أن التقارير المنشورة تعتبر المصدر الرسمي الوحيد للمعلومات التي تعبر قيمة الشركة، وبالتالي فإن الأرباح التي تظهر في القوائم المالية المنشورة ستؤثر حتما على سلوك المستثمر من جهة وعلى أسعار الأسهم من جهة أخرى، غير أنه يمكن لإدارة الشركة تضليل السوق المالي باستخدام طرق محاسبية تؤثر على الربح دون أن يكون هناك تدفق مالي حق يقي.

هذه التلاعبات قد أدت إلى حدوث انهيارات مالية لكثير من الشركات وخاصة في الدول المتقدمة، والتي نذكر منها على سبيل المثال إفلاس شركة انرون، وورلد كوم وغيرها، وترجع أسباب الانهيارات في معظمها إلى الفساد الإداري والمحاسبي بصفة عامة والفساد المالي بصفة خاصة، يضاف إلى ذلك وكما أشار البعض بأن من أهم أسباب انهيار الشركات هو افتقار إدارتها إلى الممارسة

السليمة في الرقابة والإشراف ونقص الخبرة والمهارة بالإضافة إلى نقص الشفافية والإفصاح.

كل هذا أدى في حقيقة الأمر إلى الاهتمام بمفهوم حوكمة الشركات كمقياس يحدد مدى مصداقية وشفافية المعلومات المفصح عنها لما تلعبه هذه الأخيرة من دور هام في التأثير على حركة الأسعار وكفاءة السوق ككل، لذا فإن من أهم المبادئ الأساسية التي تقوم عليها حوكمة الشركات هو مبدأ الشفافية والإفصاح وما يحمله في طياته من إعداد ومراجعة المعلومات والإفصاح عنها وفقا لمعايير عالية الجودة والتي يتم توفيرها للمتعاملين في الوقت المناسب وبالتكلفة الملائمة.

ومن ثم ولإحداث مزيد من الانضباط فقد تم صدور تشريع جديد فى الولايات المتحدة يسمى "ساربنز- أوكسلى" Sarbanes-Oxley Act، مؤكداً على أهمية انتهاج آليات دورية وسريعة لإحداث الإفصاح والشفافية الفعالة. وكذلك أوجد التشريع الجديد لجان مراجعة داخلية تتشكل من أعضاء مستقلين لمتابعة أعمال المراجعة في حيادية تامة، وأشار إلى أهمية إنشاء جهاز يتابع ويراقب أداء شركات المحاسبة والمراجعة لضمان كفاءة أداء مهامها.

يتضح مما سبق أن سلسلة الأزمات المالية التي مرت بها العديد من الدول أدت إلى فقدان الثقة في المعلومات التي تتضمنها القوائم المالية، لذا كان الاهتمام بتطبيق حوكمة الشركات هو المخرج السريع والحل المتكامل والفعال لكل هذه السلبيات ، وبذلك حازت علي اهتمام مختلف الكتاب والباحثين في المجالات المختلفة نظرا لمبادئها القائمة أساسا على تحقيق الشفافية المالية وعلاقتها بالإفصاح أو من خلال انعكاساتها علي متخذي قرار الاستثمار في السوق المالي. ولقد تضاربت الدراسات السابقة حول نوعية المعلومات التي تؤثر على كفاءة السوق، حيث يرى البعض أن المعلومات المالية تعتبر مصدرا من بين جملة من مصادر المعلومات وأنها لا تحظى بتأثير كبير في ظل سيادة الاعتقاد بصحة فرضية كفاءة السوق المالي، في حين أكدت دراسات أخرى على أهمية هذه المعلومات وضرورة مصداقيتها كونها تعتبر من أهم المعلومات المؤثرة على السوق، لذلك يتبادر إلى أذهاننا أن هناك علاقة بين المعلومات المفصح عنها وكفاءة السوق المالي.

مما يجعلنا نطرح الإشكالية التالية:

إلى أي مدى تساهم الشفافية المالية في تحسين المعلومات في السوق المالي بما يرفع كفاءته؟

إن الإشكالية المطروحة تتلخص في الإجابة عن التساؤلات التالية:

- إذا كان السوق المالي أحد الركائز الأساسية للتطور الاقتصادي، فما هو دوره وفيم تتجلى أهميته في النشاط الاقتصادي؟
- ماذا نعني بكفاءة الأسواق المالية، وما هي صيغها ومتطلباتها؟
- ما هي حوكمة الشركات وفيم تتمثل أهم مبادئها، وما هو دورها في تحقيق الشفافية المالية؟
- ما المقصود بالشفافية المالية، وما تأثيرها على مستوى الإفصاح في القوائم المالية؟
- وهل لهذا المفهوم انعكاسات علي السوق المالي سواء من حيث تنشيط حركة التعامل أو من حيث التأثير علي أسعار الأسهم أو غير ذلك؟
- ما هي طبيعة المعلومات الواجب الإفصاح عنها لاتخاذ القرارات في السوق المالي، وما هو دورها في تحقيق الكفاءة في السوق المالي؟

إن هذه الدراسة تسعى إلى تحقيق الأهداف التالية :

- استعراض مستويات الكفاءة وأهمية المعلومات في تحقيقها.
- تسليط الضوء على أهمية حوكمة الشركات وقدرتها على تحقيق الشفافية المالية.
- صياغة الجوانب الفكرية للشفافية المالية والاستفادة منها في توفير المعلومات في السوق المالي.
- التعرف على المعلومات المالية التي تؤثر على حجم التداول وملاءمتها حتى يمكن إلزام الشركات بالإفصاح عنها بما يرفع كفاءة السوق.
- محاولة التعرف على أثر المعلومات التي تم تحقيقها في ظل الشفافية المالية على السوق المالي من خلال زيادة ثقة المستثمرين في هذه المعلومات.

إذ تأتي أهمية هذه الدراسة من حيث تناولها موضوعا معاصرا، حيث تساهم حوكمة الشركات في العديد من الجوانب أهمها تحقيق الشفافية المالية التي تهدف إلى تطوير مهنة المراجعة وتحسين جودة المعلومات، والتي تنعكس بدورها على قرارات المستثمرين في السوق المالي مما يؤثر على كفاءته.

و تحقيقا للأهداف السابقة ووصولا لأفضل الأساليب والطرق للكشف عن تأثير الشفافية المالية على جودة المعلومات ومعرفة مدى تأثير ذلك على كفاءة السوق كمعالجة لمشكلة البحث، اعتمدنا على المنهج الوصفي التحليلي من خلال الدراسة النظرية لمفهوم كفاءة الأسواق من جهة، حوكمة الشركات والشفافية المالية من جهة أخرى، وأخيرا أثر الشفافية المالية للمعلومات المفصح عنها على كفاءة السوق المالي.

و يجدر الإشارة إلى حدود البحث، حيث أنه لن يتم تناول دراسة تطبيقية تبين أثر الشفافية المالية على كفاءة السوق المالي نظرا لعدم توفر دراسات تطبيقية تخص بالتحديد هذا الموضوع.

وللإجابة عن التساؤلات المطروحة يمكن صياغة الفرضيات التالية :

- تعتبر الأسواق المالية أداة هامة لتمويل متطلبات التنمية الاقتصادية.
- المعلومات المالية المفصح عنها كافية لتلبية احتياجات المستثمرين في السوق المالي.
- إن استخلاص أثر الشفافية المالية على كفاءة السوق المالي يمكن أن يتم من خلال أهمية أو دور المعلومات التي يحتاجها المتعاملون.

و لتحقيق أهداف البحث ومعالجة مشكلته بصورة علمية، فقد تم تقسيمه إلى ثلاثة فصول:

- يلخص الفصل الأول كفاءة الأسواق المالية، حيث يتكون هذا الفصل من جزئين يتناول الجزء الأول الأسواق المالية ويشمل كل من تعريف الأسواق المالية، تقسيماتها، دورها وأهميتها في النشاط الاقتصادي، بالإضافة إلى متطلبات قيامها. في حين يتناول الجزء الثاني كفاءة الأسواق المالية والذي تضمن جوانب عدة أهمها مفهوم كفاءة السوق، أنواعها، مختلف صيغها و متطلباتها.

- أما الفصل الثاني فيلخص الشفافية المالية أحد مبادئ الحوكمة وهو مقسم إلى جزئين؛ يتناول الجزء الأول حوكمة الشركات حيث يشمل مفهوم حوكمة الشركات وأهميتها، محدداتها، مبادئها، وقدرتها على تحقيق الشفافية المالية، أما الجزء الثاني فيتناول الشفافية المالية من خلال تعريفها ،أهميتها ، شروطها، ومعوقاتها.

- وخصص الفصل الثالث لدراسة أثر الشفافية المالية للمعلومات على كفاءة السوق المالي، وقسم إلى جزئين حيث تناول الجزء الأول المعلومات الواجب الإفصاح عنها في السوق المالي وتضمن مفهوم الإفصاح وخصائص المعلومات الواجب الإفصاح عنها، أنواع الإفصاح، الافصاحات المطلوبة في السوق المالي، والمعايير والمبادئ 1

أما الجزء الثاني فيبين أثر الشفافية المالية للمعلومات على كفاءة السوق المالي من خلال التطرق إلى دور المعلومات المالية في الرفع من كفاءة السوق المالي، أثر عدم تماثل المعلومات على السوق المالي، كفاءة السوق المالي ونظام المعلومات المالية، بالإضافة الى الآليات المقترحة لتعزيز كفاءة السوق المالي.

و في الأخير خاتمة تتضمن ملخصا عن نتائج البحث و مجموعة من التوصيات.


الفصل الأول
كفاءة
الأسواق

مقدمة الفصل الأول

مع اتساع وتيرة النشاط الاقتصادي أضحت الضرورة الى وجود أسواق مالية كفءة والتي تعد الهدف المنشود للمستثمرين الذين يرغبون في التخصيص الكفء للموارد المالية المتاحة لديهم. وباعتبار السوق المالي أحد أهم مجالات الاستثمار التي تتيح لكبار وصغار المستثمرين تحقيق الأرباح، فإن ذلك يقتضي توفر قدر كاف من المعلومات حول الأوراق المالية المتداولة فيه حتى تتصف السوق بالكفاءة.

فكفاءة السوق المالي ترتبط أساسا بتوفر المعلومات المناسبة بسرعة وبدون تكلفة لجميع المتعاملين في السوق، حيث تتعلق مستويات السوق الكفء بمدى استجابة أسعار الأوراق المالية للمعلومات المتاحة، بما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية.

و لهذا تلعب كفاءة الأسواق المالية دورا هاما في تقليل المخاطر وتخفيضها إلى أدنى مستوياتها بالإضافة إلى ضمان تحقيق الدقة والشفافية في المعلومات المتاحة.

أولا- الأسـواق الماليـة:

كشف التطور التاريخي لأسواق المال منذ قرون مضت، تراكم الخبرة والممارسة في مجال الاستثمار في الأوراق المالية على الصعيد المحلي والدولي، ما ساعد على تطور قنوات الاتصال وفاعليتها، بحيث جعلت هذه الأسواق دون حدود جغرافية لإطارها المادي.

و تمثلت مهمة السوق المالي عند ظهوره كمكان يلتقي فيه طالبوا الأموال وعارضوها، واتسع دوره ليصبح أحد أهم الركائز الأساسية التي يقوم عليها الاقتصاد، وبين ذلك وذاك يبقى هذا السوق المصدر الأهم للحصول على موارد مالية في عصر سيطرت عليه لعبة العولمة المالية والاقتصادية.

1- لمحة عن تطور الأسـواق الماليـة:

أدى التطور في الانتاج الصناعي وظهور الانتاج الواسع Mass Production إلى الحاجة لتمويل المشاريع الكبيرة والجديدة، مما أدى إلى ضرورة انشاء مؤسسات مالية غير مصرفية تستطيع الوصول إلى كافة المدخرات المتاحة لدى جميع الافراد بمختلف طبقاتهم وشرائحهم وتوظيفها في القطاعات الانتاجية المختلفة، ومن ضمن هذه المؤسسات الأسواق المالية، حيث بدأ الأمر بتسمية السوق المالي بكلمة البورصة (Bourse) وتعود هذه التسمية نسبة الى عائلة تاجر بلجيكي يدعى بورص كان التجار يجتمعون أمام قصره ليتبادلوا الصفقات التجارية، وبعد ذلك تطور الأمر إلى

إنشاء أول سوق مالي في مدينة انفرس عام 1536 ثم في مدن أوروبية أخرى مثل أمستردام، لندن وباريس.

بصورة عامة يقوم المتعاملون في الأسواق أي الطرف البائع مع الطرف المشتري بتبادل الأصول مقابل النقد، ولذلك فقد يكون السوق لتبادل الأصول الحقيقية (Real Assets Market) كالعقارات والذهب والأراضي، أو سوق تبادل الأصول المالية (Financial Asset Market) كالأسهم والسندات.

و نتيجة للتطور الحاصل في شكل المشاريع والاتجاه نحو تأسيس شركات المساهمة بعدد كبير وتنوع القطاعات الاقتصادية نشأت الحاجة إلى تكوين سوق لتداول الأوراق المالية المصدرة من هذه الشركات اضافة الى تطور الفوائض المالية، ودراسة أهمية تنويع هيكل التمويل للشركات بهدف تخفيض كلفة التمويل والحصول على عوائد كبيرة.

إن انشاء السوق المالي سمح للشركات بإصدار أنواع جديدة من الأوراق المالية مثل السندات والأسهم

الممتازة أو التعامل بالمشتقات المالية، كل ذلك جعل من انشاء وتطوير الأسواق المالية أمر ضروري لتوفير السوق المناسب لتداول مجموعة كبيرة من الأدوات المالية لغرض اتاحة الفرصة للمتعاملين والمستثمرين بمختلف اتجاهاتهم للمساهمة في ملكية الشركات مما يولد تدفقات مالية من مصادر متعددة.

وبذلك فإن السوق المالي موجود أينما توجد وسيلة التبادل بين البائع والمشتري، وبغض النظر عن الكيفية التي يتم بموجبها تنفيذ عمليات الشراء والبيع فقد تكون باللقاء المباشر بينهما أو بواسطة الهاتف أو حتى بواسطة الانترنت، ويستعين السوق المالي بشريحة من الخبراء لإدارة وتنظيم عمليات التبادل وتوفير المعلومات الدقيقة للمتعاملين في السوق ولفئة المالكين اما الفئة الثانية العاملة في السوق فهم الوسطاء أو الوكلاء (1).

2- تعريف السوق المالي:

يستمد السوق المالي مفهومه من مفهوم السوق بشكل عام، والسوق يمثل الوسيلة التي يلتقي من خلالها البائع والمشتري بغض النظر عن المكان المادي للسوق، وهذا يعني أن السوق لا ينحصر في مكان جغرافي محدد، بل يكفي صناعته تواجد وسائل فعالة لاتصال البائع والمشتري (2).

---

1 – د. دريد كامل أل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، اليازوري، الطبعة العربية، 2009، بتصرف، ص 183–187.

2 – د. أرشد فؤاد التميمي، د. أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية (تحليل وإدارة)، دار المسيرة عمان، الطبعة الأولى، 2004 ، ص 110 .

و يعرف السوق المالي على أنه آلية يتم من خلالها تداول الأصول المالية بيعا وشراء، وتمكن هذه الآلية من تحويل الموارد المالية بكفاءة من القطاعات الاقتصادية ذات الفوائض المالية إلى القطاعات الاقتصادية التي تعاني من العجز المالي [1].

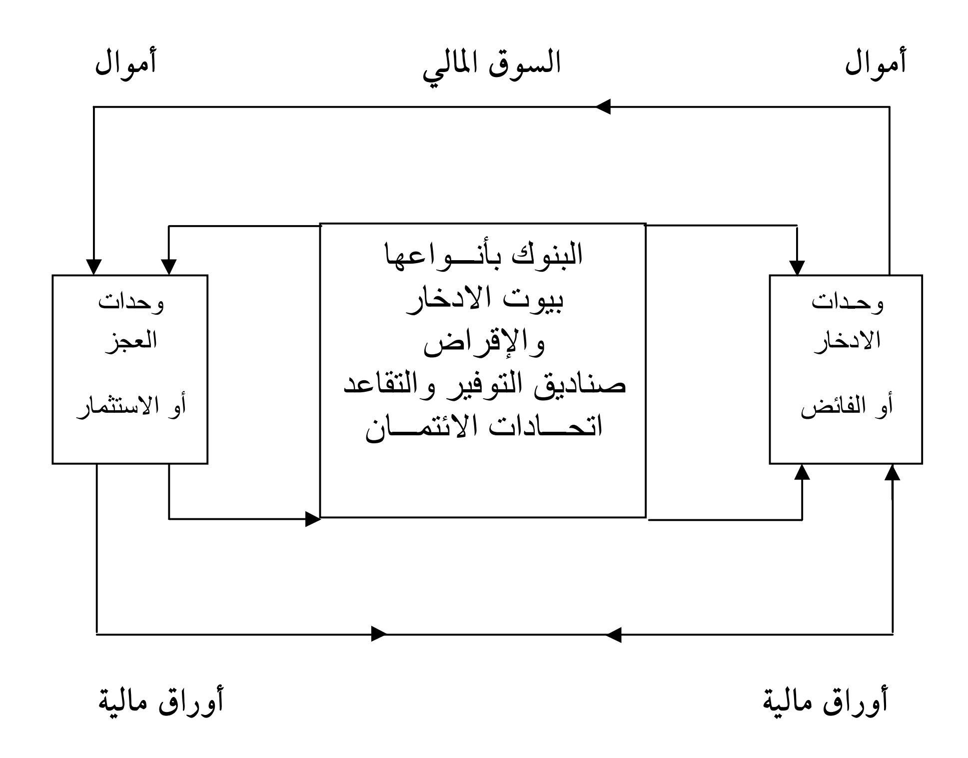
كما تعرف أيضا بأنها السوق التي تتم فيها عمليات تبادل القيم المنقولة من أسهم وسندات والأوراق الأخرى (شهادات الاستثمار، أوراق مساهمة...)، وتجري هذه العمليات في مكان معروف وذلك تحت إشراف هيئة تحكمها لوائح وقوانين وتقاليد يتقيد بها المتعاملون بالأسهم والسندات المقبلون على الاستثمار والمضاربين على تقلبات الأسعار [2].

إن مفهوم السوق المالي يحقق مزايا لكل من وحدات العجز ووحدات الفائض والشكل (1) يكشف بوضوح هذه المزايا:

1 – د. عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2006، ص 21 .

2 – أ. الياس بن ساسي، د.يوسف قريشي، التسيير المالي، دار وائل، عمان، الطبعة الأولى، 2006، ص 433 .

الشكل رقم (1): السوق المالي والمؤسسات العاملة به



المصدر: د. أرشد فؤاد التميمي، د. أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية (تحليل وإدارة)، 2004، ص111.

يتضح من الشكل أن السوق المالي يقدم خدماته إلى وحدات العجز بالحصول على الأموال من مختلف مصادرها بكفاءة وكلفة أقل. أما بالنسبة لوحدات الفائض فإنها تستفيد من آلية السوق لكونها الوسيلة التي تقدم خدمات ادخارية واستثمارية في آن واحد من خلال أدوات الملكية والمديونية، وتتحقق كفاءة هذه الخدمات من خلال فاعلية الوحدات العاملة في السوق، وبتوافر عنصر السيولة والمرونة للأموال المطلوبة أو المعروضة في السوق.

و خلاصة القول هي أن السوق يقوم على ثلاث أركان أساسية هي المقرضين والمقترضين وفئة الوسطاء[1].

3- تقسيمات السوق المالي:

ينقسم السوق المالي إلى عدة تقسيمات و ذلك حسب المعايير التالية:

- **أجل الأدوات التي يتم التعامل بها:** تنقسم الأسواق المالية بموجب هذا المعيار إلى أسواق نقدية و أسواق رأس المال.
- **كيفية التعامل:** يتم التعامل في الأسواق المالية بطريقة المزايدة و طريقة التفاوض، و تنقسم الأسواق بناء على ذلك إلى أسواق مفتوحة و أسواق التفاوض أو المساومة.

1 - د. أرشد فؤاد التميمي ، د. أسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص 111.

- **طبيعة الإصدار**: و تنقسم حسب هذا المعيار إلى أسواق أولية و أسواق ثانوية.
- **زمن تنفيذ الصفقة:** تنقسم الأسواق المالية من حيث زمن تنفيذ الصفقة إلى قسمين رئيسيين هما الأسواق الفورية و الأسواق المستقبلية[1].

و رغم التصنيفات العديدة للسوق المالي، إلا أن التصنيف الأكثر شيوعا يكون وفقا لطبيعة الإصدار، أي:

- سوق أولية (سوق الإصدارات) Primary Market.
- سوق ثانوية (سوق التداول) Secondary Market.

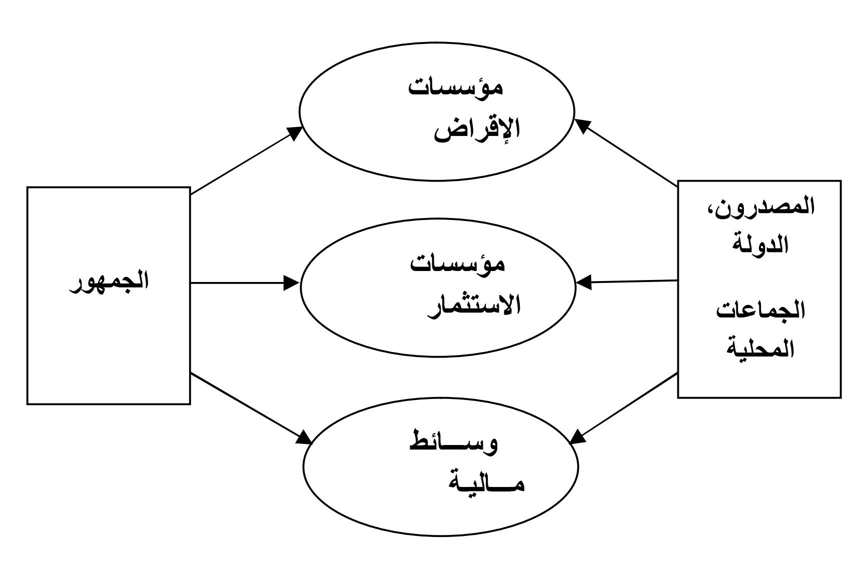
3-1- السوق الأولية:

يطلق على السوق الأولي سوق الإصدارات، يتم التعامل فيها بالأوراق المالية الجديدة التي تم إصدارها لأول مرة وذلك عن طريق ما يسمى بالاكتتاب العام، سواء تعلق ذلك بإصدار الأسهم عند تأسيس أو إنشاء الشركات الجديدة، أو زيادة رأسمالها بغرض توسيع وتنويع نشاطها أو إصدار الأسهم والسندات عند الحاجة إلى قروض طويلة الأجل، وعادة ما تتولى عملية إصدار الأوراق المالية مؤسسات متخصصة تسمى مؤسسات الإصدار[2].

1 - أ.د زياد رمضان، د. مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق، 2008، ص 12.
2 - د.عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر، عمان، الطبعة الأولى، 2008، ص 18

ما يميز السوق الأولي أنه غير محدد بمكان معين كما أن إجراءاته لا تخضع لقانون العرض والطلب، ذلك أن المصدر الأولي للورقة المالية يحدد بنفسه السعر بناء على تقديراته الخاصة، والشكل (2) يوضح سيرورة بيع الأوراق المالية في السوق الأولي :

الشكل رقم(2): سيرورة بيع الأوراق المالية في السوق الأولي



المصدر: أ. الياس بن ساسي، د.يوسف قريشي، التسيير المالي، 2006، ص435 .

* تحديد طبيعة الورقة المالية
*(سند، سهم) وتحديد سعر
* الإصدار وكيفية الاكتتاب

*الاكتتاب أو عدم الاكتتاب
*عرض الأوراق المالية للجمهور واستقبال الأموال
* إتمام عمليات الاسترجاع وتوزيع الأرباح في نهاية المدة

تتم عملية البيع في السوق الأولي بإتباع الأسلوبين التاليين [1] :

- التعامل المباشر: يتم التعامل مع المشترين مباشرة بالاعتماد على العلاقات الشخصية مع المصدرين للورقة المالية.
- التعامل غير المباشر: يعتمد هذا الأسلوب على استخدام الوسطاء الذين يتولون مسؤولية الإصدار وتغطية الاكتتاب وتحمل مخاطر تقلب الأسعار، حيث يقوم المتعامل المالي بعمليات مضاربة عن طريق شراء الأوراق المالية ثم إعادة بيعها بسعر أعلى للمستثمرين في الأوراق المالية، وذلك مع تحمل مخاطر السوق التي تحدث آثارا سلبية على قيمة الورقة المالية.

و تمر عملية الاكتتاب عادة بإجراءات عديدة منها :

- اعتماد مجلس إدارة الشركة مقترحات تتعلق بإصدار أسهم أو سندات حسب الوضع الاقتصادي للشركة وحجم التزاماتها المالية (الحالية والمستقبلية).
- تحديد أساليب العرض والإعلان والنشر والاكتتاب مع بيان الأسبقيات.
- تحديد وقت الاكتتاب والذي يتراوح عادة بين (3 الى7) أيام.
- تحديد فترة التسجيل والتي تبلغ أحيانا عشرة أسابيع بعد الاكتتاب [2].

1- الياس بن ساسي، د.يوسف قريشي، مرجع سابق، ص 435 .

2- د. هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء، الطبعة الأولى، 2009، ص 62.

3-2- السوق الثانوية:

تعرف هذه السوق بأنها السوق التي يجري التعامل فيها بالأوراق المالية التي سبق إصدارها، وهنا يتم بيع الحقوق وشراؤها دون المساس بأصل الثروة المتمثلة في أصول المشروع، حيث تخضع عمليات البيع والشراء لقوانين العرض والطلب.

الوظيفة الرئيسية للسوق الثانوية هي تحويل الأدوات المالية إلى نقد جاهز أي القيام بوظيفة تحقيق السيولة، وهي إحدى الوظائف المهمة التي تقوم بها الأسواق المالية بالنسبة للبائع، أما بالنسبة للمشتري فتكون الوظيفة الرئيسية هي خزن القوة الشرائية عن طريق استبدال النقود بورقة مالية، ويتم التعامل في السوق الثانوية في أماكن مخصصة لذلك وهي قاعة التداول في بورصة الأوراق المالية [1].

تنقسم السوق الثانوية إلى قسمين:

- **الأسواق المنظمة:**

هي الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية المدرجة، بمواعيد دورية طبقا لقواعد وإجراءات تحددها لجنة السوق وبطريقة المزايدة العلنية، تتميز بهيكلها التنظيمي والمؤسسي المنظم، يدار من قبل لجنة السوق، تتكون من أعضاء منتخبين ممثلين عن الشركات المسجلة في السوق، والوسطاء، وعن الحكومة، تتحدد مهام المجلس بإدارة

1- د. زياد رمضان، د. مروان شموط، مرجع سابق، 2008، ص 15-16 .

وتنظيم المتاجرة بالأوراق المالية، والإشراف على عملية الإدراج ورصد المخالفات وتخصيص منصات التداول. يحقق الإدراج في السوق المنظمة المزايا الآتية :

- يعتبر الإدراج وسيلة إعلان مجانية عن أسهم الشركة، وتزداد فاعلية هذا الإعلان كلما نشط

  تداول أسهمها.
- الإدراج يعطي انطباعا ايجابيا عن المركز المالي والائتماني للشركة مما يسهل حصولها على احتياجاتها بكلفة أقل.
- يتيح الإدراج للمستثمرين الحصول على المعلومات ذات العلاقة بالشركة لأغراض تقييم الأسهم.
- يزيد الإدراج من ثقة المستثمر بحركة الأسعار لكونها تبتعد عن الغش من قبل الوسطاء، في الغالب الأعم[1].

▫ **الأسواق غير المنظمة:**

وهي أسواق للأوراق المالية ليس لها موقع جغرافي محدد، فضلا عن تعاملها بالأوراق المالية غير المسجلة (على الرغم من قدرة أطرافها على التعامل مع الأوراق المسجلة من خلال بيوت السمسرة) ولا يوجد نظام يسجل العمولة كما هو في السوق المنظمة بل يترك للتفاوض، تدعى معاملات الأسواق غير المنظمة بالمعاملات فوق الطاولة

1- د.أرشد فؤاد التميمي، د. أسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص 124.

(Over the counter)، لتمييزها عن المعاملات في الطاولة للسوق المنظمة، وتكاد تكون هذه السوق منتشرة في الوقت الحاضر بشكل كبير بناء على ما وفرته أجهزة الحاسوب من إمكانات الاتصال وعرض وتسجيل وخزن كبيرة لهذه السوق [1].

بالإضافة إلى القسمين الرئيسيين لأسواق الأوراق المالية الثانوية (المنظمة وغير المنظمة) فإنه يمكن

إضافة الأقسام التالية[2]:

- **الأسواق الثالثة:**

و هي أسواق غير منظمة تقوم بعمليات البيع والشراء الكبيرة من خلال سماسرة غير أعضاء في الأسواق الثانوية لحساب غيرهم من المستثمرين بتكاليف منخفضة نسبيا، وتضم بيوت السمسرة والمتعاملين في الأسواق المالية المنظمة مع الاستعداد للبيع أو الشراء بأي كمية وفي أي وقت، وعادة ما تكون الصفقات بين شركات الاستثمار نفسها .

1- د. محمود محمد داغر، الأسواق المالية (مؤسسات، أوراق، بورصات)، دار الشروق، عمان، الطبعة الثانية، 2007، ص 244 .

2- د.فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الاوراق المالية (الأسس النظرية والعملية)، دار وائل، الطبعة الاولى، 2008، ص 58.

- **الأسواق الرابعة:**

و هي أسواق أيضا غير منظمة تقوم بعمليات البيع والشراء عن طريق التعامل المباشر على كافة الأوراق المالية بين المستثمرين، وليس السماسرة، وتمتاز بانخفاض التكاليف والبساطة في الإجراءات.

4- دور الأسواق المالية:

يلعب السوق المالي دورين أحدهما مباشر والآخر غير مباشر:

4-1- الدور المباشر:

يقوم على حقيقة مؤداها أنه عندما يقوم المستثمر بشراء أسهم ما فهو في الحقيقة يشتري عوائد مستقبلية، وبالتالي فإن الشركات التي تتاح لها فرص استثمار واعدة، ووصلت أخبارها الى المتعاملين في السوق سوف تستطيع بسهولة اصدار المزيد من الأسهم، بل وبيعها بسعر ملائم مما يعني زيادة حصيلة الاصدار وانخفاض متوسط تكلفة الأموال.

4-2- الدور غير المباشر:

يعد إقبال المستثمرين على التعامل في الأسهم التي تصدرها الشركة بمثابة مؤشر أمان للمقرضين، مما يعني إمكانية حصول الشركة على المزيد من الموارد المالية من خلال اصدار سندات أو ابرام عقود اقتراض مع المؤسسات المالية، وعادة ما يكون ذلك

بسعر فائدة معقول، ومن ناحية أخرى يتوقع أن تواجه الشركات التي لا يتوافر لها فرصة مواتية للاستثمار صعوبة في اصدار وتصريف المزيد من الأسهم، وحتى اذا تم ذلك فعادة ما يكون من خلال تقديم خصم على السعر المطروح به السهم، مما يعني حصيلة اصدار أقل وتكلفة أكبر للأموال. واذا ما لجأت مثل هذه الشركات الى الاقتراض كمصدر بديل أو كمصدر مكمل فسوف يكون ذلك بمعدل فائدة مرتفع[1].

5 – أهمية الأسواق المالية في النشاط الاقتصادي:

تنبع أهمية الأسواق المالية بشكل عام من الدور الأساسي الذي تلعبه على مستوى الشركات وعلى جميع نواحي الحياة الاقتصادية، حيث يتجلى هذا الدور في:

- تعتبر الأسواق المالية ركنا هاما من أركان هيكل النظام التمويلي في النظم الاقتصادية، فهي تسعى إلى تشجيع الادخار لدى الأفراد وتنميته وذلك من أجل تمويل الشركات التي تستثمر في مختلف القطاعات مما يساعد على تنمية الاقتصاد الوطني وتطوره، اذ تقوم بتجميع المدخرات بكافة أشكالها وآجالها وإعادة استثمارها سواء بشكل مباشر أو غير مباشر[2].

1 - د. عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية (أسهم- سندات- وثائق الاستثمار- الخيارات)، دار الجامعة الجديدة للنشر، 2003، ص 179.

2 - محمد يوسف ياسين، البورصة (عمليات البورصة- تنازع القوانين- اختصاص المحاكم)، منشورات الحلبي الحقوقية، الطبعة الأولى، 2004، ص 12.

- يلعب السوق المالي دورا رئيسيا في تخطيط السياسة النقدية للدولة، فبواسطته يتمكن البنك المركزي من ممارسة دور فعال في تغيير أسعار الفائدة وأيضا عن طريق التحكم في احتياطات البنوك التجارية التي تلعب دورا كبيرا في السوق، وبالتالي يستطيع البنك المركزي تحقيق أهداف السياسة النقدية.
- إن وجود سوق مالي فعال يوفر سيولة للأصول المالية قصيرة الأجل مما يؤدي إلى انخفاض تكلفة تمويلها، ويكون ذلك سببا لزيادة الطاقة الإنتاجية مما يخلق بدوره انتعاشا وازدهارا اقتصاديا [1].
- تقوم الأسواق المالية بدور الممول للمشاريع الجديدة وتسد الفجوة التمويلية في حالة عزوف البنوك عن تمويلها [2].
- يمكن للأسواق المالية من خلال ادارتها ومكاتبها المتخصصة وخبرائها تقديم النصح للشركات المصدرة للأدوات المالية المتداولة وذلك من خلال تحليل عوامل الطلب والعرض لهذه الأدوات وبيان احتياجات هذه الشركات وتحديد أفضل الأدوات وأنسب الطرق لتمويل هذه الاحتياجات.
- تعد الأسواق المالية مرجعا هاما لبيان مدى كفاءة السياسات الاستثمارية في الاقتصاد.

1 - طاهر حيدر حردان، أساسيات الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2009، ص 29.
2 - د. دريد كامل أل شبيب، مرجع سابق، ص 188.

- إن التزام الشركات بالإفصاح " disclosure " ومراقبة عمليات التبادل في ردهات السوق يضمنان الى حد بعيد مناخا استثماريا يتسم بالشفافية [1].

يبدو مما سبق أن هناك ارتباط بين النمو الاقتصادي وكفاءة النظام المالي (أسواق المال، شركات التأمين، صناديق الاستثمار، البنوك...الخ) ومنشأ هذا الارتباط يظهر مع تزايد معدلات النمو الاقتصادي حيث يزيد كل من الادخار والاستثمار، وبالتالي تزداد الحاجة الى التحصيل الكفء لرؤوس الأموال وتنويع النشاط وتسهيل تدفق المعلومات.

6- متطلبات قيام الأسواق المالية:

لقيام الأسواق المالية لابد من توافر مجموعة من المتطلبات الضرورية ومجموعة أخرى من المتطلبات الكافية.

6-1- المتطلبات الضرورية لقيام السوق المالي:

تمثل هذه المتطلبات الشروط الضرورية لقيام السوق المالي، ومن أهم هذه المتطلبات ما يلي:

1 - أ.د هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، مرجع سابق، ص 85.

- **توفير الإستقرار السياسي للدولة:**

و هو شرط أساسي لضمان جلب رؤوس الأموال وذو أهمية كبيرة بالنسبة للمستثمرين الأجانب، وعلى الدولة أن تؤمن لهم انتقال رؤوس أموالهم إلى بلدانهم، كما تسعى الى تخفيض التضخم والسيطرة عليه لتشجيع انتقال رؤوس الأموال وكذا تشجيع الاستثمار، ويرتبط بذلك ضرورة الاهتمام بالمرافق العامة كالمواصلات والاتصالات المختلفة.

- **تشجيع القطاع الخاص:**

يتطلب قيام السوق المالي أن يكون اللاعب الأساس في السوق هو القطاع الخاص، لتشجيع دوره في النشاط الاقتصادي، ويتحقق ذلك من خلال:

- تبني سياسة اقتصادية ليبرالية قائمة على اقتصاد السوق.

- توافر الأطر التشريعية والقانونية المناسبة التي تحفز هذا الدور.

- منح القطاع الخاص بعض المزايا الضريبية لتدعيم دوره في التنمية الاقتصادية.

- وجود عدد كاف من الشركات المساهمة.

- وجود نظام ضريبي مرن وغير مغال في أسعاره .

- **وجود جهاز مصرفي متكامل وتوافر بنك مركزي كفء:**

يعتبر الجهاز المصرفي ومؤسساته الدعامة الأساسية لوجود سوق مالي، وذلك بصفته الوسيط المالي الأساس الذي يعمل على تعبئة المدخرات. ويحقق للسوق المالي الحجم المناسب من المدخرات.

- **وجود عدد كاف من المؤسسات المالية الكفءة في الدولة:**

يتطلب قيام سوق مالية في دولة ما، وجود عدد كاف من المؤسسات المالية الكفءة في هذه الدولة مثل: شركات التأمين، الشركات المالية، بنوك الاستثمار، شركات السمسرة وشركات إدارة المخاطر. وهذه المؤسسات المالية تقوم بدور الوسيط بين المتعاملين في الأسواق المالية.

- **القدرة على تحويل الموارد المتحصل عليها إلى استثمارات:**

و يتحقق هذا المطلب من خلال توافر مجموعة كافية ومتنوعة من الأدوات المالية التي تناسب رغبات جميع المستثمرين، بالإضافة إلى تشجيع وتنمية الوعي الاستثماري وتهيئة السبيل أمام الاستثمار في الأوراق المالية.

- **توافر الشفافية وشبكة من الاتصالات.**

6-2- المتطلبات الكافية لقيام السوق المالي:

يوجد ثلاث شروط مطلوبة لقيام السوق المالي وهي أدوات السوق ممثلة بأسهم وسندات الشركات المساهمة، وأنظمة التداول القائمة على وسطاء السوق والمتعاملين فيها، ثم أنظمة التقاص والتسوية[1].

ثانيا: كفاءة الأسواق المالية

لقد أثارت فكرة كفاءة الأسواق المالية خلافا كبيرا بين المهتمين بتلك الأسواق، ويمثل محتواها التجريبي معالجة لدور المعلومات في تحقيق الكفاءة للسوق المالي، فهي ترى أن جميع المعلومات المتاحة في السوق تعد أساسا لتسعير الأوراق المالية عند اتخاذ القرارات الاستثمارية، ولأن المستثمرين يبحثون عن المعلومات نفسها فإن سعر السوق الجاري لأي أصل مالي يعكس المعلومات التي استخدمها المستثمرون للتقويم، وبالتالي لا يتوقع أن يحقق أحد المستفيدين من المعلومات عوائد استثنائية.

1- د. السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر، الطبعة الأولى، 2010، ص 97.

1- مفهوم كفاءة السوق المالي:

يعتبر الاقتصادي الشهير بول ساmويلسون Paul Samuelson من الباحثين الأوائل الذين حاولوا إعطاء تعريف شامل لمصطلح الكفاءة وعلاقته بالسلوك العشوائي للأسعار، إلا أن المفهوم الذي قدمه في هذا الصدد اتصف بالتشدد وعدم الواقعية.

و لتوضيح هذا المصطلح حاول العديد من الباحثين صياغة تعاريف أقل تشددا وأكثر مرونة. ومن بين هؤلاء Jensen وBeaver وFrancis والاقتصادي البارز يوجين فاما Eugene Fama، هذا الأخير طرح مفهوما اتصف بالبساطة والوضوح، حيث يرى أن السوق الكفء هو " السوق الذي تعكس فيه الأسعار بصورة دائمة وكاملة كل المعلومات المتوفرة [1]".

و يرى بيفر Beaver أن "السوق يكون كفء بالنسبة لنظام معين من المعلومات، اذا كانت أسعار الأوراق المالية تعمل كما لو كان كل فرد يعرف هذا النظام للمعلومات معرفة كاملة" [2].

والسوق الكفء هو السوق الذي يكون فيه سعر الورقة مساوي لقيمتها الحقيقية(القيمة الجوهرية) [1].

1 - Eugene Fama, Efficient capital market: A review of theory and empirical work, the journal of Finance, vol 25, No 2, New York, 1970, p 383.

2- أ.د محمد الحناوي، د. نهال فريد مصطفى وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية وادارة المخاطر، المكتب الجامعي الحديث، 2007، ص 83 .

- كما يعرف على أنه "السوق الذي يعكس فيه سعر الورقة المالية التي تصدرها الشركات كافة البيانات والمعلومات المتاحة والمتوفرة عنها، سواء في القوائم المالية أو السجلات التاريخية لحركة الأسهم من خلال أجهزة الإعلام المختلفة، ويظهر في السوق ما يسمى السعر العادل للورقة، حيث تكون القيمة السوقية للورقة المالية معادلة للقيمة الحالية للمكاسب المتوقعة والتي بدورها تعوض المستثمر عما ينطوي من مخاطر الاستثمار في هذه الورقة المالية" (2).

و بالتالي يمكن القول أن السوق المالي الكفء هو السوق الذي يتمتع بقدر عال من المرونة تسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للمعلومات المتاحة ، فيصعب على أي مستثمر أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب الآخرين نظرا لتوافر المعلومات وانتشارها بسرعة بينهم.

---

1 -Frédéric Mishkin, Monnaie banque et Marchés financiers, Nouveaux Horizons, Paris, 8eme édition, 2007, p 182.

2- صلاح الدين حسن السيسى، بورصات الأوراق المالية (الأهمية، الأهداف، السبل، مقترحات النجاح)، عالم الكتب، الطبعة الاولى، 2003، ص 24 .

2- خصائص الأسواق المالية ذات الكفاءة العالية:

يتسم السوق الكفء بالخصائص التالية:

2-1- السيولة:

تعتبر أحد الأهداف الهامة من وجهة نظر المستثمرين وتعني المقدرة على بيع أصول مالية بسرعة وبدون خسارة، أي إمكانية بيع أصل مالي بسعر لا يختلف كثيراً عن أسعار البيع السابقة لهذا الأصل طالما لم تظهر أية معلومات جديدة تستوجب تغير السعر، والأصول السائلة هي التي تكون قابلة للتسويق بسرعة، فإذا انخفضت سيولة الأصل انخفضت قابليته للتسويق وصار من المطلوب إعطاء خصوصيات أو عمولات أكبر لبيعه.

2-2- استمرارية السعر:

تعتبر أحد المكونات الرئيسية للسيولة وتعني أن أسعار الأوراق المالية لا تتغير كثيراً من صفقة إلى أخرى إلا إذا كانت هناك معلومات جديدة تستوجب التعديل في الأسعار، والسوق المستمرة التي لا تتغير فيها الأسعار بحدة من صفقة لأخرى هي سوق تتميز بالسيولة.

2-3- عمق السوق:

تتطلب الأسواق المالية التي تتميز باستمرارية السعر وجود عمق في السوق، والسوق العميقة هي التي يوجد فيها عدد كبير من البائعين (أوامر البيع) والمشترين (أوامر الشراء) المستعدين دائماً للتداول بأسعار أعلى أو أدنى من سعر السوق الحالي للورقة المالية. فإذا حدث أي اختلال بسيط في التوازن ما بين العرض والطلب دخل هؤلاء البائعون والمشترون المحتملون إلى السوق فور التداول الأمر الذي يؤدي إلى إزالة أي تغير كبير في أسعار الأوراق المالية.

وتدعى الأسواق المالية التي تفتقد خاصية العمق بأسواق ضحلة لأنها تتميز بوجود عدد ضئيل من أوامر الشراء والبيع، ولأن فارق الأسعار بين هذه الأوامر يكون واسعاً وينعكس ذلك على نشاط التداول في السوق، فالأسواق الضحلة لا تتحرك إلا إذا حدثت تغيرات كبيرة في أسعار الأوراق المالية، أما في الأسواق العميقة فإن الأسعار لا تختلف إلا قليلاً من صفقة إلى أخرى، ينتج عن ذلك أن المتعاملين بالأوراق المالية وصانعي الأسواق يكونون أقل عرضة للخسارة في الأسواق العميقة.

2-4- شمولية السوق:

تتميز الأسواق المالية بالشمولية إذا نتج عن عوامل العرض والطلب حجم تداول كبير، أما إذا كان عدد المتعاملين من البائعين والمشترين في السوق قليلاً وكان حجم التداول الناتج صغيراً فإن السوق تكون ضيقة.

2-5- حيوية السوق:

عندما يختل التوازن بين العرض والطلب في السوق يجب أن يتغير السعر لإعادة التوازن وعندما تنهمر الأوامر على السوق إثر أي تغير طفيف في الأسعار فإن ذلك يدل على حيوية السوق، وفي الأسواق المالية التي تتمتع بالحيوية يكون الفرق بين أسعار العرض والطلب صغيراً ويتم إنجاز أي صفقة بيع وشراء بسرعة كما يكون حجم التداول كبيرا.

2-6- كفاءة المعلومات (التسعير):

يعتبر توفر المعلومات عن الأوراق المالية ووصولها إلى كافة المستثمرين في آن واحد بسرعة وبتكلفة ضئيلة من أهم الشروط الضرورية لكفاءة السوق المالي، وهذا يعني أن أي تغير في المعلومات حول العرض والطلب سيؤدي إلى تغير مقابل في أسعار الأوراق المالية، إن التبدل السريع في الأسعار على ضوء أي معلومة جديدة عن

العرض والطلب يعني أن الأسعار تعكس كافة المعلومات المتاحة عن الأوراق المالية هذه الخاصية تدعى الكفاءة الخارجية أو كفاءة المعلومات.

2-7- انخفاض تكاليف التداول:

لا يمكن للأسواق ذات الكفاءة الخارجية أن تخصص رأس المال السائل بكفاءة إلا إذا كان من الممكن تداول الأوراق المالية بسرعة وبتكلفة معقولة، وهذا يعني أن عمولات الوساطة يجب أن تكون متدنية وأن تكون الأوراق المالية قابلة للتسويق فوراً فإذا توفرت هذه الشروط يمكن القول إن الأسواق المالية تتمتع بالكفاءة الداخلية (التشغيلية) [1].

بناءا على الخصائص السابقة يمكننا النظر الى الأسواق المالية ذات الكفاءة العالية على أنها لعبة عادلة (Fair Game) للمتعاملين، بمعنى أنه لا يمكن لأي متعامل أن يحقق بشكل مستمر عوائد استثمارية أعلى من تلك التي يحققها باقي المتعاملين وبما أن كافة المتعاملين يحصلون على نفس المعلومات فإنهم يشتركون في لعبة عادلة والنتيجة المنطقية لهذه الكفاءة هي أن سعر الورقة المالية في السوق يساوي قيمتها الحقيقية.

1- د.لطيف زدود، د. حسان قيطيم، نغم أحمد فؤاد مكية، دور الافصاح المحاسبي في سوق الأوراق المالية في ترشيد قرار الاستثمار، مجلة جامعة تشرين للدراسات والبحوث العلمية- سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد(29)، العدد (1) 2009، ص 177-178.

3- أنواع الكفاءة في السوق المالي:

في السوق المالي الكفء يمكن التمييز بين نوعين من الكفاءة:

3-1- الكفاءة الكاملة:

ويقصد بها عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة الى السوق وبين الوصول الى نتائج محددة بشأن سعر السهم، حيث يحدث تغيير فوري في السعر.

و يعني ذلك أيضا عدم وجود فواصل زمنية بين حصول مستثمر وأخر على المعلومات الجديدة، ومن ثم لا يتاح لأي مستثمر فرصة لا تتاح لغيره [1].

و لكي يسمى مفهوم كفاءة السوق بالكفاءة الكاملة Perfectly Efficient Market يقتضي توافر الشروط التالية:

- أن تكون المعلومات عن السوق متاحة للجميع وفي نفس الوقت ودون تكاليف.
- عدم وجود قيود على التعامل مثل تكاليف المعاملات أو الضرائب أو غيرها.
- للمستثمر الحق في بيع أو شراء الكمية التي يريدها من الأسهم ودون شروط وبسهولة ويسر.

1- أ.د محمد الصيرفي، البورصات، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2007، ص 31.

- وجود عدد كبير من المستثمرين بما يؤدي الى عدم تأثير تصرفات بعضهم على أسعار الأسهم.
- اتصاف المستثمرين بالرشد، أي انهم يسعون الى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها وراء استغلال ثرواتهم [1].

بيد أنه في الواقع العملي قد تتخلف شروط السوق الكاملة، اذ قد لا تتاح المعلومات بدون تكلفة فضلا على أنها قد لا تتاح بشكل متماثل بين الأطراف العاملة في السوق الأمر الذي قد يعطي الأسبقية لبعض المستثمرين على البعض الأخر، كما تتواجد تكاليف المعاملات وتوجد ضرائب تؤثر على تعاملات السوق وقد تقف حائلا أمام اتمام المعاملات، وعلى جانب آخر تتصف العديد من الأسواق العالمية بسيطرة عدد محدود من المؤسسات على السوق بشكل يمكنها من التأثير على الأسعار[2].

والشرط الأخير فهو واقعي حيث يسعى كل مستثمر الى تعظيم المنفعة، ويعني مما سبق أنه قد يصعب تحقيق الشروط الثلاثة الأولى أما الشرط الرابع فهو واقعي وهو المحور الأساسي لكفاءة السوق ويعتبر حدا أدنى من الشروط ولذلك ننتقل من الكفاءة الكاملة الى الكفاءة الاقتصادية [3].

1- د.عصام حسين، مرجع سابق، ص 32.

2 - د.عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، ص 151.

3 - د. عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية (أسهم-سندات-وثائق الاستثمار)، الدار الجامعية، 2006-2007، ص 191.

3-2- الكفاءة الاقتصادية:

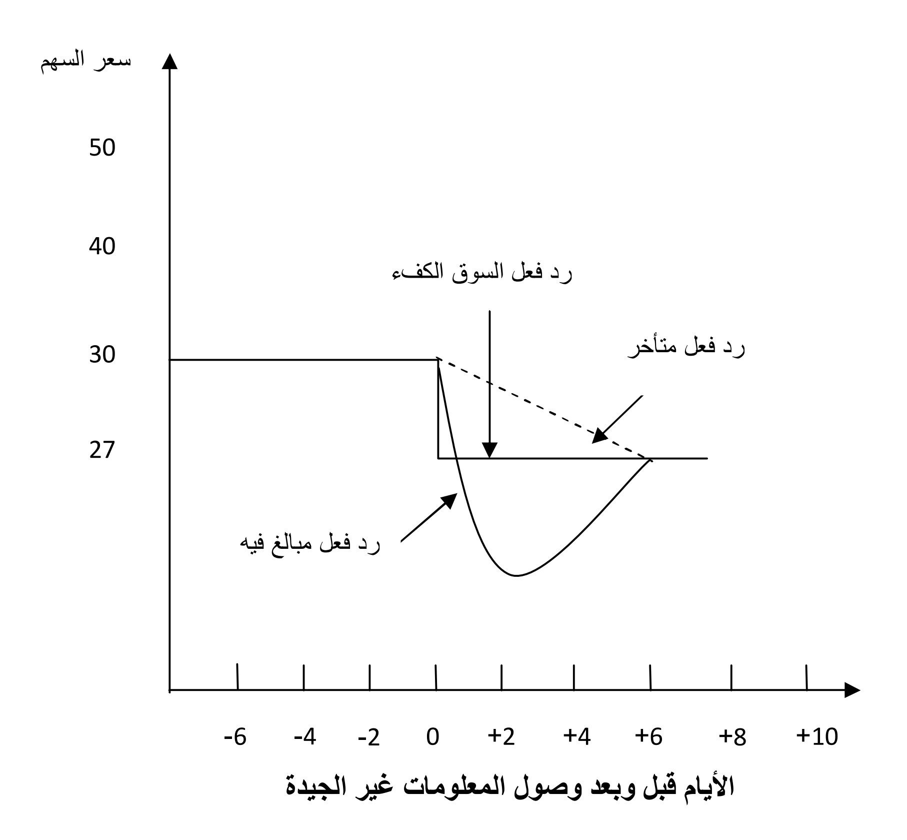
يفترض في الكفاءة الاقتصادية للسوق أن المستثمر يسعى الى تعظيم المنفعة، كما يسعى أيضا الى الحصول على المعلومات التي تساعد لتحقيق هذا الهدف وفي ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق يتوقع أن يمضي بعض الوقت بين وصول المعلومات الجديدة الى السوق وممارسة تلك المعلومات لتأثيرها على أسعار الأوراق المالية، أو بمعنى آخر توجد فترة إبطاء قصيرة بين وصول المعلومات وانعكاس هذه المعلومات على الأسعار في السوق. ويعني مما تقدم أن القيمة السوقية للسهم قد تكون أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لبعض الوقت تتكفل بعدها قوى السوق بإعادة التوازن [1].

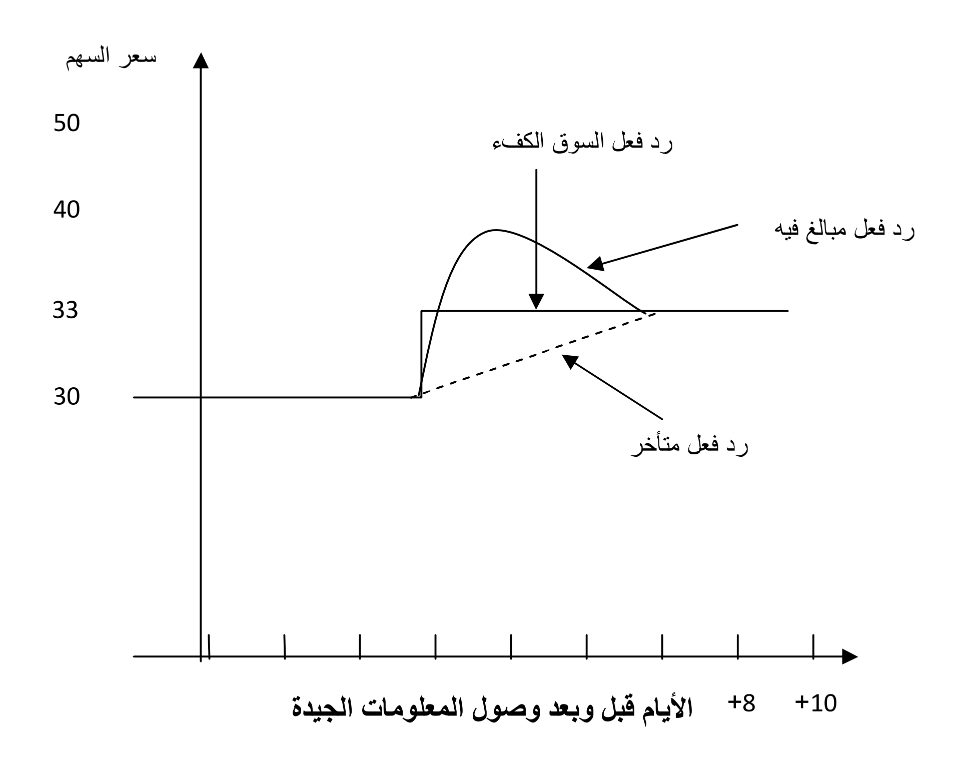
و الشكل رقم (3) يعكس مفهوم الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية ويصور حركة الأسعار واستجابتها للمعلومات. حيث يمثل المنحنى والخط المتقطع ردود أفعال المشاركين تجاه المعلومات المستلمة الجيدة وغير الجيدة.

---

1 - د.عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، ص 152.

الشكل رقم (3): التغير في سعر السهم في ظل الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية





المصدر: د. أرشد فؤاد التميمي، د. أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية (تحليل وإدارة)، 2004، ص137.

يتضح من الشكل أنه في اليوم الذي تصل الى السوق معلومات جيدة بشأن الشركة المصدرة للسهم، وقدرت القيمة الحقيقية (العادلة) للسهم بـ 33 دينار فإذا كان السوق كفؤ بشكل كامل فإن سعر السهم سيرتفع من 30 الى 33 دينار فورا في اليوم (صفر)، أما في ظل الكفاءة الاقتصادية، فإن المعلومات تحتاج الى وقت لتحليلها وتفسيرها بهدف تسعير السهم، وهذا يعني وجود فاصل زمني بين وصول المعلومة في اليوم (صفر) والى أن يرتفع سعر السهم الى مستوى يعادل قيمته الحقيقية [1].

1 - د. أرشد فؤاد التميمي، د.أسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص 136.

4- الصيغ المختلفة لكفاءة السوق المالي:

ترتبط كفاءة الأسواق المالية أساسا بتوافر المعلومات المناسبة بسرعة وبدون تكلفة بالنسبة لجميع المتعاملين في السوق، حيث تتعلق فروض السوق الكفء بمدى استجابة أسعار الأسهم للمعلومات، لذلك قام (Fama1970) بتحديد الصيغ المختلفة لكفاءة السوق والتي تتمثل في [1]:

- الصيغة الضعيفة Weak form
- الصيغة شبه القوية أو المتوسطة Semi-strong form
- الصيغة القوية Strong form

4-1- الصيغة الضعيفة Weak form:

يقضي فرض الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق بأن الأسعار تعكس المعلومات التاريخية عن سعر السهم في الماضي بالكامل ومعنى ذلك أنه لا يمكن التنبؤ بسعر السهم اعتمادا على المعلومات المتاحة عن الأسعار في الماضي لأن التغيرات السعرية المتتالية مستقلة عن بعضها البعض وهو ما يعرف بنظرية الحركة العشوائية لأسعار الأسهم.

1 - مذكرة تخرج مقدمة لنيل شهادة الماجستير، بعنوان: اختبار كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية عند المستوى الضعيف، تخصص: محاسبة وتمويل، للطالب محمد يوسف عنتر الفالوجي، الجامعة الاسلامية غزة، 2007، ص 36.

و لقد استخدمت الدراسات الميدانية مداخل مختلفة لاختبار فرض الصيغة الضعيفة مثل: سلاسل الارتباط وقواعد التصفية، وكان الهدف من استخدام هذه النماذج الإحصائية هو تحديد درجة العشوائية لسلسلة متتالية من الأسعار مثل دراسات (Reinganum ,1983 ;Roll 1982).

و لقد توصلت هذه الدراسات إلى تأكيد فرض السوق الكفء من الشكل الضعيف مما يعني رفض الفكرة التي تقوم عليها مدرسة التحليل الفني والتي ترى أنه يمكن دراسة التغيرات في سعر السهم خلال فترة ماضية بهدف التنبؤ بحركة سعر السهم في المستقبل[1].

و بمعنى آخر فإن السعر يتحدد كل يوم بيومه ولا دور لعنصر التنبؤ بالأسعار وأن هذه الأخيرة تسير بصورة عشوائية دون وجود مسار محدد لها، ولا يمكن للمستثمر أن يجني أرباح عالية اعتمادا على المعلومات التاريخية من خلال دراسة وتحليل اتجاهات الأسعار الماضية، وأن فرصة المستثمر في الحصول على الأرباح تكون بإحدى الطريقتين التاليتين:

- حصوله على معلومات خاصة غير منشورة وغير متاحة للمستثمرين الآخرين.

1- د. محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، 2008، ص 128.

- تحليل البيانات المالية العامة المتاحة عن الشركة بكفاءة وخبرة تفوق كفاءة وخبرة المستثمرين الآخرين وهنا يفسح المجال لعمل الخبراء والمستشارين الماليين، لأنهم أكثر قدرة من غيرهم على تحليل البيانات والاستفادة منها عند اتخاذ القرار وبالتالي تحقيق أرباح أكثر من غيرهم.

4-2- الصيغة شبه القوية Semi-strong form:

تفترض هذه الصيغة بأن الأسعار الحالية للورقة المالية المتداولة لا تعكس فقط المعلومات التاريخية لأسعار هذه الورقة بل تعكس أيضا كافة المعلومات العامة المنشورة (1).

و تتعلق هذه المعلومات بالاقتصاد الوطني أو بالقطاع الذي تنتمي إليه الشركة أو بالشركة نفسها، وخاصة ما يتعلق بالتقارير السنوية والبيانات المنشورة في القوائم المالية (الميزانية وحساب الأرباح والخسائر وقائمة التدفقات المالية والقيمة المضافة)، إن هذا المستوى يعني استجابة أسعار الأوراق المالية لما يتاح من معلومات في السوق المالي، بحيث لا يستطيع المستثمر أو المحلل المالي التنبؤ بسعر الأوراق المالية في السوق

1 - Michele Mollet, Georges Langlois, Finance d’entreprise : Manuel et application, Edition Foucher, 4eme édition, 2010/2011, p 76.

مستقبلا، وكلما ارتفعت استجابة السوق لهذه المعلومات فإن ذلك دليل على ارتفاع كفاءة السوق بالصيغة شبه القوية [1].

في هذا المستوى لا يمكن تحقيق أرباح استثنائية من خلال دراسة وتحليل البيانات والمعلومات المتاحة،

لأن هذه البيانات معكوسة في أسعار الأوراق المالية، وكذلك فإن فرص المستثمرين في تحقيق أرباح

استثنائية يكون عن طريق الحصول على معلومات غير منشورة (معلومات خاصة)[2].

و هذه الصيغة هي الصيغة الواقعية السائدة في الأسواق المالية المتقدمة حيث يتصف معظمها بأنها سوق ذات كفاءة شبه قوية [3].

---

1 - د. دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص 210 .

2- د. قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار (بين النظرية والتطبيق)، 2009، ص 164.

3- د. زياد رمضان، د.مروان شموط، مرجع سابق، ص 204- 205.

4-3- الصيغة القوية Strong form:

وفقا لهذه الصيغة تستجيب الأسعار للمعلومات التاريخية والحالية والمستقبلية المتاحة، ولا يستطيع فيها أي مستثمر أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب الآخرين نتيجة لاحتكاره لهذه المعلومات وعدم تماثل وجودها مع الآخرين، وحينها يفترض أن يتعادل الطلب مع العرض وبالتالي يتحقق التوازن، إلا أنه ونظرا لاستحالة انتشار المعلومات المستقبلية بين الجميع فقد تستحوذ عليها فئة قليلة دون أخرى لذلك فإنه من المستحيل تواجد مثل هذه الأسواق في الواقع العملي.

ومن ذلك يتضح أن الأسواق سواء كانت من الصيغة الضعيفة أو شبه القوية أو درجة قوية فهي جميعها أسواق كفءة إلا أن درجة كفاءتها تختلف باختلاف درجة المعلومات المتاحة والملائمة التي تعكسها [1].

و لقد اهتمت الدراسات التي تهدف الى اختبار الصيغة القوية بقياس العائد الذي حققه بعض المستثمرين والذين بإمكانهم الحصول على معلومات خاصة (أي غير متاحة للسوق ككل) وذلك مثل المؤسسات المالية والمحللين الماليين وكبار العاملين في الشركة. ولقد أظهرت بعض الدراسات (Cumby and Glen,1990) أن المؤسسات المالية الكبرى مثل صناديق الاستثمار لا تحقق عائدا غير عادي يفوق ذلك

1- د.فيصل محمود الشواورة، مرجع سابق، ص 51 .

العائد الذي يمكن أن يحققه المستثمر الذي يقوم بتكوين محافظ أوراق مالية بطريقة عشوائية، أما بالنسبة للمتخصصين في مجال التحليل المالي فقد أظهرت بعض الدراسات قدرتهم على تحقيق أرباح غير عادية (Drzycimski&Reilly,1981).

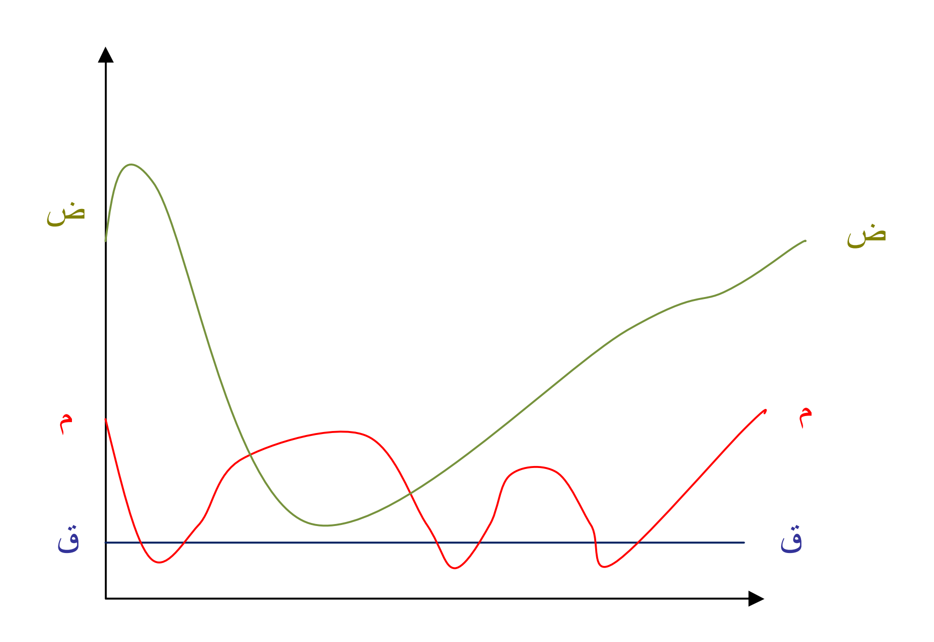
كما توصلت بعض الدراسات إلى أن كبار العاملين يحققون عادة عوائد غير عادية نتيجة للتعامل في الأوراق المالية المصدرة من طرف الشركة التي يعملون بها (Born,1988)، وقد دفع ذلك الولايات المتحدة إلى إصدار قانون يعاقب العاملين الذين يستغلون البيانات الخاصة بشركاتهم لتحقيق الأرباح.

و هكذا يبدو أن الدراسات السابقة لم تؤيد في معظمها صيغة السوق الكفء من الشكل القوي [1].

- و يوضح الشكل(4) الصيغ الثلاثة الخاصة بدرجة كفاءة السوق:

1- محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، مرجع سابق، ص 130 .

الشكل رقم (4): الصيغ المختلفة للسوق المالي الكفء



المصدر: د. أرشد فؤاد التميمي، د. أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية (تحليل وإدارة)، 2004، ص145.

- يمثل الخط (ق ق) السعر الحقيقي ويعكس الكفاءة التامة للسوق والتي تمثلها الصيغة القوية للكفاءة حيث يتساوى السعر السوقي مع القيمة الحقيقية للسهم في أي لحظة وبدون أية اختلافات.

- يمثل المنحنى (م م) الصيغة شبه القوية حيث تكون الاختلافات بين السعر السوقي والقيمة الحقيقية صغيرة.

- ويمثل المنحنى (ض ض) الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق، حيث تكون الاختلافات بين السعر السوقي والقيمة الحقيقية كبيرة.

5- متطلبات كفاءة الأسواق المالية:

لكي يحقق السوق المالي هدفه المنشود والمتمثل في التخصيص الكفء للموارد المالية المتاحة، ينبغي أن تتوفر فيه السمات التالية:

- الكفاءة الداخلية.
- الكفاءة الخارجية.
- عدالة السوق.
- درجة الأمان والانضباط بين المتعاملين.

5-1- الكفاءة الداخلية:

و هي الكفاءة ذات العلاقة بالنواحي التشغيلية (التنظيمية) في السوق ولذلك يجوز أن نطلق عليها مصطلح الكفاءة التشغيلية، وتتمثل في تحقيق النتائج أو انجاز العمل بأقل ما يمكن من الوقت والجهد والتكاليف، أما عند تطبيقها على مجال الأسواق المالية

فنجد أنها وعلى وجه الخصوص تعني أن التعامل في الأسواق المالية يتم بتكلفة منخفضة وفي فترة زمنية قصيرة وبموجب أنظمة معينة، وهذا معناه أن العمولات والرسوم التي يدفعها البائع أو المشتري الى الوسطاء والى ادارة السوق عند اتمام العملية تكون منخفضة نسبيا هذا أولا، أما ثانيا فهو أن تتم عملية البيع أو الشراء وما يتبعها من نقل الملكية من البائع الى المشتري في فترة زمنية معقولة وهذا معناه أيضا توفر بائع مستعد للبيع أمام كل عرض شراء ووجود مشتري جاهز للشراء أمام كل أمر بيع، وهذا ما يساعد كثيرا على توفير السيولة للأوراق المالية التي يتم التعامل بها في السوق المالية.

و الكفاءة الداخلية بحد ذاتها لها علاقة طردية مع سرعة تنفيذ العمليات وعكسية مع تكاليف تنفيذها من رسوم وعمولات وضرائب، فكلما زادت سرعة التنفيذ وانخفضت تكاليفه كانت السوق أكفأ داخليا [1].

و ثمة أساليب عديدة لتحسين كفاءة التشغيل ومن ثم خفض تكاليف المعاملات أهمها:

- السماح للشركات أن تسجل أوراقها المالية في أكثر من سوق منظمة الأمر الذي يؤدي الى تقوية المنافسة بين التجار والمتخصصين ومن ثم انخفاض هامش الربح

1 - أ.د زياد رمضان، د. مروان شموط، مرجع سابق، ص 197.

الذي يطلبونه. وقد استخدم هذا الأسلوب لتحسين كفاءة التشغيل في الأسواق الأمريكية حيث صدر تشريع في أول مايو 1975 سمح بموجبه للشركات بتسجيل أوراقها المالية في أكثر من سوق منظمة، الأمر الذي ساهم في تقوية المنافسة بين صناع السوق بشكل ترتب عليه انخفاض في الهامش الذي يطلبونه مقابل خلق سوق للأوراق المالية.

- جعل عمولة الشراء محل للتفاوض بين العميل والسمسار بشكل يخفض من تكلفة المعاملات وينشط من التداول في السوق.
- من خلال القرارات التي تتخذها ادارة البورصة لإيقاف التعامل في حالة الاختلاف الواضح بين العرض والطلب [1].

5-2- الكفاءة الخارجية:

يطلق على الكفاءة الخارجية بكفاءة التسعير "Price Efficiency"، ويقصد بها أن المعلومات الجديدة التي تصل الى المتعاملين في السوق بسرعة - دون فاصل زمني كبير- بما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة، ليس هذا فقط بل إن المعلومات تصل الى المتعاملين بدون أن يتكبدوا في سبيلها تكاليف عالية، بما يعني أن الفرصة متاحة للجميع للحصول على تلك المعلومات [2].

1 - د.عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، ص 156.

2 - د. عبد الغفار حنفي، مرجع سابق، ص188.

لكن في المقابل ورغم توفر هذه السمة قد يتحمل بعض المستثمرين خسائر عند دخولهم للسوق، نتيجة عدم توافر الخبرة في تحليل المعلومات المتاحة، أو ضعف في نشاط متابعة الأسعار، الأمر الذي لا يرجع سبب هذه الخسارة الى نقص كفاءة السوق، وإنما لارتباطه بسلوك المستثمر.

كذلك قد يستطيع عدد محدود من المستثمرين الحصول على المعلومات قبل غيرهم واستخدامها في تحقيق أرباح غير عادية، وهذه الحالة قد تحدث لمرات محدودة ولعدد قليل جدا من المستفيدين من هذه المعلومات[1].

إن تحقيق الكفاءة في الخاصيتين السابقتين مرهون بتحقيق مجموعة من الشروط نذكر أهمها:

- أن يسود السوق المالي منافسة كاملة بين المتدخلين ولهم حرية الدخول والخروج منه وذلك للتغلب على فرص الاحتكار.
- أن يتمتع السوق بخاصية سيولة الأوراق المالية المتداولة فيه لتحقيق فرص البيع والشراء للأوراق بالتكلفة المناسبة في الوقت المناسب.
- أن يتوفر في السوق المالي وسائل وقنوات اتصال فعالة توفر للمتعاملين معلومات دقيقة حول السعر وحجم عمليات التبادل التي تتم فيه، بالإضافة الى مؤشرات

1 - د. أرشد فؤاد التميمي، د.أسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص140.

عن العرض والطلب في الحاضر والمستقبل والتي تأخذ صور متعددة وتقدم للمستثمر نشرة تعرف بـ " حركة الأسعار اليومية " التي تصدر عن البورصة.

- توفر عنصر الشفافية في المعلومات عن أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق مما يجعلها متاحة لجميع المتعاملين فيه بالمساواة وبشكل يحد من عملية احتكار المعلومات.
- أن تتوفر التقنيات الحديثة الخاصة بحركة التداول وعرض أوامر وتنفيذ الصفقات، بالإضافة الى وجود مجموعات متخصصة من السماسرة والخبراء لتقديم النصح والاستشارة للمتعاملين في السوق ومساعدتهم على تنفيذ صفقات البيع والشراء.
- أن يحكم عمل السوق المالي والمتعاملين فيه هيئة تعرف بـ "هيئة أو لجنة ادارة السوق" تتوفر فيها صفة الفاعلية وتكون محايدة وذات خبرة، تستمد سلطتها من مجموع النظم واللوائح والقوانين الهادفة الى توفير جو من الاستقرار والأمان للمستثمرين بمساعدة مجموعات استثمارية متخصصة وهو ما يزيد من فعالية السوق المالي [1].

1 - د.مفتاح صالح، أ. معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، (دراسة لواقع الأسواق العربية وسبل رفع كفاءتها)، مجلة الباحث، عدد 07/2009-2010، جامعة محمد خيضر، بسكرة، ص 186.

5-3- عدالة السوق:

بمعنى أن يتيح السوق فرص متساوية لكل من يرغب في أن يبرم فيه الصفقات وذلك من حيث الوقت وتوفير المعلومات، حيث تعمل لجنة الأوراق المالية والبورصة جاهدة على التأكد من أن المعلومات المتاحة تصل بسرعة لكافة المتعاملين، كما أنها تعطي فرص متساوية لكل من يرغب في التعامل بورقة مالية معينة، فعندما يحدث خلل في التوازن بين العرض والطلب على ورقة مالية معينة نتيجة لوصول أمر ينطوي على طلبية كبيرة للبيع أو للشراء، فإن إدارة البورصة عادة ما توقف التعامل على تلك الورقة لمدة ساعة أو أكثر قليلا، وذلك تجنبا لحدوث تغيرات كبيرة على السعر الذي تباع به، ويعد هذا التوقف بمثابة اعلان لجميع المتعاملين في السوق دون استثناء بأن هناك خللا في التوازن بين العرض والطلب.

5-4- درجة الأمان والانضباط بين المتعاملين:

يقصد بها ضرورة توافر وسائل للحماية ضد المخاطر التي تنجم عن العلاقات بين الأطراف المتعاملة في السوق. ومن أمثلة تلك المخاطر، مخاطر الغش وغيرها من

الممارسات غير الأخلاقية التي يعمد اليها بعض الأطراف، اضافة الى مخاطر افلاس السماسرة الذين يحتفظ لديهم عملائهم بالأوراق المالية الخاصة بهم [1].

6- الفرق بين السوق الكفء والسوق غير الكفء:

يعتمد الاستثمار في الأوراق المالية وتنفيذ صفقات البيع والشراء بالدرجة الأولى على البيانات والمعلومات المتوفرة عن الشركة التي يتم تداول أوراقها المالية في السوق المالي، لأن المتعامل بالأوراق المالية لا يقوم بتنفيذ عمليات الشراء من خلال الزيارات الميدانية للشركات المصدرة للأسهم والوقوف على أعمالها وطبيعة أنشطتها، وإنما يعتمد على تحليل البيانات والمعلومات بصورة أساسية لكي يتخذ قرارات الشراء والبيع، وإن عدم توفر البيانات والمعلومات بالدقة المطلوبة، أو عدم تكافؤ فرص الحصول عليها سيؤثر تأثيرا كبيرا على قرارات المستثمرين عند شراء الأوراق المالية.

و لذلك فإن كفاءة السوق المالي تعني استجابة الأسعار بسرعة وبدون تحيز للبيانات والمعلومات المتاحة للمتعاملين.

أما عدم الكفاءة فتعني أن لا تستجيب الأسعار على وجه السرعة للمعلومات الجديدة وامتلاك قسم من المستثمرين لبعض البيانات أو المعلومات عن الشركات التي يتم تداول أسهمها في السوق المالي وحجبها عن المستثمرين الآخرين، وهذه الفجوة تؤدي

1 - أ.د ضياء مجيد، البورصات (أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات)، مؤسسة شباب الجامعة، 2003، ص 13.

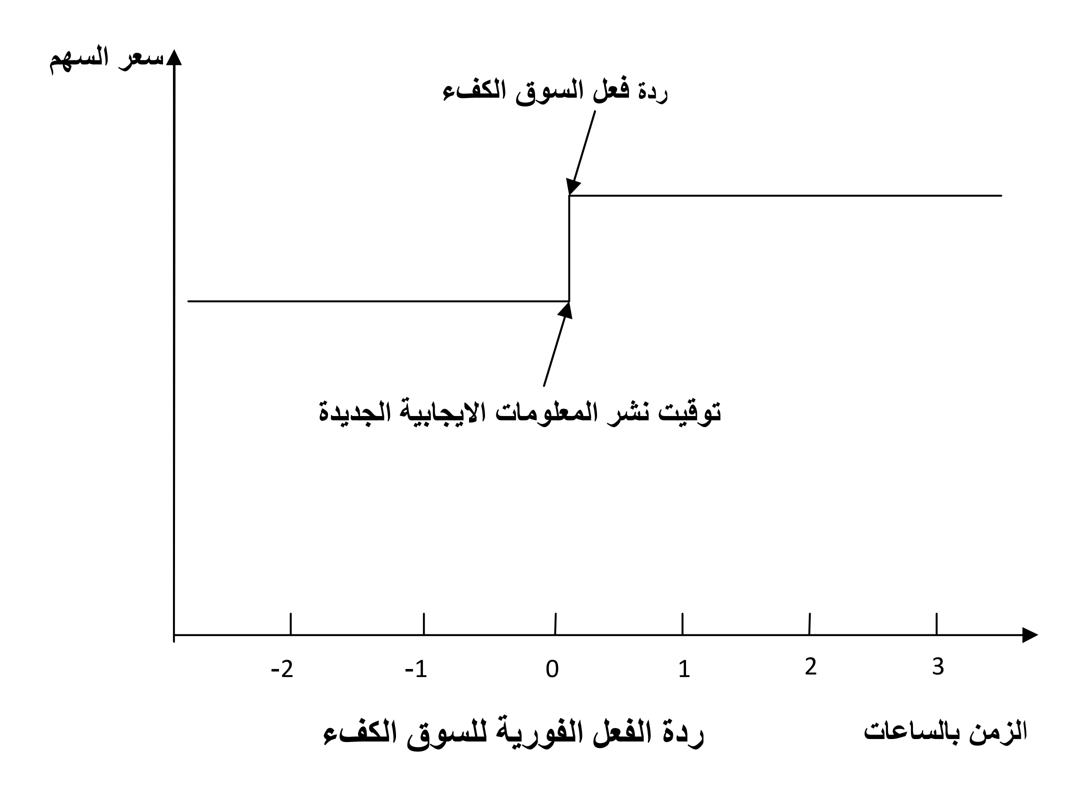
إلى آثار تنعكس بدورها على مقدار الأرباح التي يحققها كل مستثمر في السوق المالي وتشجع على فسح المجال لتحقيق أرباح غير عادلة فيه.

من خلال ما سبق نستنتج أن عدم كفاءة الأسواق المالية تعود إلى عدة أسباب أهمها:

- عدم دقة البيانات والمعلومات المنشورة في السوق المالي وتأخير نشرها مما يقلل من فوائدها للمستثمرين، وأن عدم الإفصاح عن بعض المتغيرات الأساسية يؤثر على اتخاذ القرارات الصائبة.
- تشجيع وتحفيز بعض الوسطاء لعملائهم على تنفيذ صفقات بيع وشراء الأوراق المالية دون مبررات اقتصادية قوية ذات جدوى ومحاولة تفعيل المضاربات القائمة على التقديرات المتباينة، مما يؤثر على طبيعة التداول داخل السوق ويترتب عليه أيضا آثار اقتصادية واجتماعية تنعكس على سمعة السوق بل أحيانا على اقتصاد البلد ككل.
- انخفاض عدد المتعاملين وعزوف المستثمرين عن توظيف أموالهم في السوق المالي مما يؤدي إلى تخفيض حجم التداول بيعا وشراء والتأثير على سيولة السوق.
- انتشار ظاهرة المبادلات الداخلية (Insider Trading) أي استفادة المدراء والتنفيذيين في بعض الشركات من مزايا السبق في الحصول على المعلومات

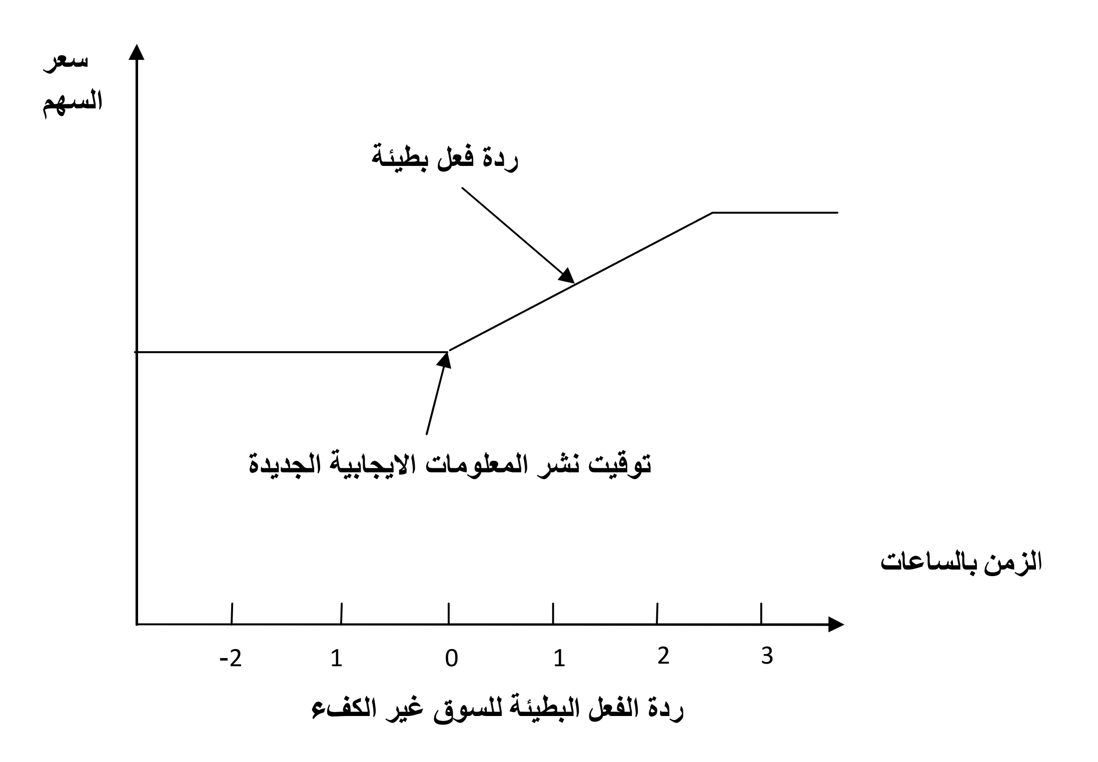
والبيانات وتحقيق أرباح غير عادية على حساب المتعاملين الآخرين في الأسواق المالية [1].

و يوضح الشكل (5) الفرق بين السوق الكفء والسوق غير الكفء:



ردة الفعل الفورية للسوق الكفء

1- د. دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، بتصرف، ص 202-205.



الشكل رقم (5): ردة فعل السوق المالي اتجاه المعلومات المنشورة

Source : Michèle Mollet, Georges Langlois, Finance d'entreprise : manuel et applications, 2010/2011, P76.

من الشكل نلاحظ أنه:

- في ظل السوق الكفء، سعر السهم يعكس بشكل فوري المعلومات المنشورة الجديدة ولا يمكن لأي شخص أن يغتنم الفرصة للقيام بالمضاربة وتحقيق أرباح.

- أما في ظل السوق غير الكفء، فإن سعر السهم يأخذ بعض الوقت لكي يصل الى سعر التوازن الجديد حيث أن المضاربين سوف يستغلون هذا الوقت لتحقيق أرباح[1].

7- عوائق تطبيق نموذج السوق المالي الكفء:

هناك عوائق عديدة في سبيل تطبيق نموذج السوق المالي الكفء، ومن بين هذه العوائق نذكر ما يلي:

- **تأثير سعة الإنتاج Production-Scale effect:**

إن بعض الشركات الصغيرة قد تحقق ولفترات طويلة عوائد عالية نسبيا مما يخلق أحيانا اختلالا في توازن المحفظة الاستثمارية والذي قد يمتد إلى كامل السوق المالي. حيث

1 - Michèle Mollet, Georges Langlois, Finance d’entreprise : manuel et applications, Edition Foucher, 4e édition, 2010/2011, P76.

تعتبر تكاليف المعلومات الخاصة بتقييم هذه الشركات عالية فيكون من الصعب إعداد قياسات ملائمة لمخاطر أدوات الشركات المذكورة.

- **تأثير التضليل الإعلامي Misguided Information Effect**:

يظهر هذا التأثير بين فترة وأخرى في أكبر الأسواق المالية الدولية وذلك عندما يجري تضخيم أرقام المبيعات والأرباح ومن ثم يكتشف المستثمرون بأنهم وقعوا في خدعة مالية مما يتسبب في انهيار ثقتهم وثقة المؤسسات الاستثمارية بالشركات المعنية ومن ثم بالسوق المالي ككل.

- **تأثير حساسية السعر**:

إن حساسية المستثمرين تجاه تغييرات الأسعار والتي يمكن تحديدها من خلال معدلات التغير أو المرونة تكشف عن مدى سرعة وشدة ردود الأفعال. وهذا ما يرتبط بالمؤثرات السلوكية والظروف المحيطة بها. فمثلا عند انخفاض إيرادات شركة ما فإن المعلومات المتعلقة بهذا الانخفاض قد تؤدي إلى ردود أفعال المستثمرين بشدة أكبر، مما يؤدي إلى انخفاض كبير في أسعار أسهم الشركة المعنية.

- **تأثير ضعف التقدير Underestimation effect:**

إن المعدلات الكامنة للعوائد أو المخاطر تجعل التقديرات عند مستويات أدنى، وبالتالي تشهد الأسواق

المالية غالبا تقلبات لأسعار الأدوات الاستثمارية بمعدلات أكبر من تلك التي يجري التنبؤ بها عند اعتماد المعلومات الخاصة بالقيم الأساسية.

- **تأثير القيم المتوسطة mean-Value Effect:**

إن العوائد المتحققة تتقلب في فترات قصيرة بين مستويات عالية ومنخفضة وبالتالي فإن اعتماد القيم المتوسطة لتحديد الاتجاه المستقبلي جزئيا أو كليا قد يكون مضللا.

- **تأثير فترات زمنية معينة Certain Period Effect:**

هناك فترات معينة خلال السنة تشهد اتجاهات محددة لتقلبات الأسعار كما هو الحال بالنسبة لما يعرف بتأثير شهر جانفي في الولايات المتحدة الأمريكية حيث ترتفع أسعار الأسهم في هذا الشهر وهو ما يتأتى من أن المستثمرين يقومون ببيع أسهمهم في شهر ديسمبر أي قبل نهاية العام وذلك قبل أن يتحملوا الضرائب المفروضة على عوائد حصصهم، ومع بداية السنة الجديدة يعملون على إعادة شراء الأسهم فترتفع

أسعارها. علما أن تأثير شهر ديسمبر في السنوات الأخيرة قد قل كثيرا بالنسبة للشركات الكبيرة إلا أنه لا يزال مستمرا في حالة الشركات الصغيرة [1].

خلاصة الفصل الأول

تعد الأسواق المالية من أهم الأسواق نظرا لأهميتها الاقتصادية، وتتحدد كفاءتها استنادا للمعلومات ومدى انعكاسها على أسعار الأوراق المالية بشكل كامل أو سريع، حيث يتوقع في ظل السوق الكفء أن يتحقق التخصيص الفعال للموارد، غير أن ذلك يتطلب توفر متطلبات أساسية وهي كفاءة التسعير، كفاءة التشغيل، عدالة السوق، ودرجة الأمان والانضباط بين المتعاملين، و صنفت كفاءة السوق إلى ثلاث صيغ، حيث تقتضي كل منها تغير الأسعار استجابة لنوع معين من المعلومات المتاحة.

و يصعب تحقيق الكفاءة التامة ويقبل بالكفاءة الاقتصادية والتي تتضمن كفاءة التقويم للأوراق المالية ومن ثم القرارات الاستثمارية متوسطة وطويلة الأمد.

و تلعب المعلومات دورا هاما من حيث تواجدها وفرص الاستفادة منها وتكاليف الحصول عليها في تحقيق الكفاءة لهذه الأسواق، إلا أن دقة المعلومات تبقى مرتبطة بمدى شفافية نشر البيانات المالية لكافة المتعاملين، وهذا لا يتحقق سوى في ظل حوكمة الشركات بصفة عامة ومبدأ الشفافية والإفصاح بصفة خاصة.

1 - د. هوشيار معروف، مرجع سابق، ص 82-83 .



الفصل الثاني

الشفافية المالية كأحد مبادئ حوكمة الشركات

مقدمة الفصل الثاني

نظرا لتزايد الاهتمام الذي يكتسبه مفهوم حوكمة الشركات في الوقت الحالي، فقد حرصت العديد من المؤسسات الدولية في العديد من الدول على تناول هذا المفهوم بالتحليل والدراسة وإصدار مجموعة من المبادئ التي تحكم التطبيق السليم له، وعلى رأس هذه المؤسسات كل من صندوق النقد والبنك الدوليين ومنظمة التعاون الاقتصادي والتنمية التي أصدرت عام 1999 مبادئ حوكمة الشركات.

و لعل من أهم الأسباب التي أدت إلى تطبيق حوكمة الشركات مشكلة الإفصاح والشفافية في إعداد القوائم المالية للشركات وانعكاس ذلك على السوق المالي، مما ساهم بشكل كبير في الضعف المالي على مستوى الشركات وعلى المستوى الوطني، ومن هنا يكون على الشركات المدرجة الكشف عن حساباتها من أجل اجتذاب استثمارات كافية لتمويل التوسع في أنشطتها المتنوعة، وهذا لا يتأتى سوى "بالشفافية والإفصاح" أحد أهم مبادئ حوكمة الشركات وما يدعو اليه من ارساء لقواعد الإفصاح الذي يساعد على المحافظة على الثقة في أسواق المال في عصر أصبح فيه الحصول على المعلومات ومصداقيتها ودقتها وسرعة تداولها من القضايا الملحة على رجال الاعمال والمستثمرين.

أولا: حوكمة الشركات

لقد أصبحت حوكمة الشركات " Corporate Governance " من الموضوعات الهامة في كافة المؤسسات والمنظمات الإقليمية والدولية وذلك بعد سلسلة الأزمات المالية المختلفة التي حدثت في الكثير من الشركات وخاصة في الدول المتقدمة، وترجع هذه الأزمات في معظمها إلي الفساد الإداري والمحاسبي بصفة عامة والفساد المالي بصفة خاصة، ونتيجة لذلك زاد الاهتمام بمفهوم حوكمة الشركات وأصبحت من الركائز الأساسية التي يجب أن تقوم عليها الشركات وذلك لما تدعو إليه من خلق للاحتياطات اللازمة ضد الفساد وسوء الإدارة مع تشجيع الشفافية في الحياة الاقتصادية.

1- لمحة عن نشأة حوكمة الشركات:

أدى ظهور نظرية الوكالة "Agency Theory" وما ارتبط بها من القاء الضوء على المشاكل التي تنشأ نتيجة تعارض المصالح بين أعضاء مجالس ادارة الشركات وبين المساهمين الى زيادة الاهتمام والتفكير في ضرورة وجود مجموعة من القوانين واللوائح التي تعمل على حماية مصالح المساهمين والحد من التلاعب المالي والإداري الذي قد يقوم به أعضاء مجلس الإدارة بهدف تعظيم مصالحهم الخاصة، وذلك باعتبارهم الجهة التي تمسك بزمام الأمور داخل الشركات.

و في عام 1976 قام كل من (Jensen and Meckli) بالاهتمام بمفهوم حوكمة الشركات وإبراز أهميته في الحد أو التقليل من المشاكل التي قد تنشأ من الفصل بين الملكية والإدارة والتي مثلتها نظرية الوكالة، ولحق ذلك مجموعة من الدراسات العلمية والعملية والتي أكدت على أهمية الالتزام بمبادئ حوكمة الشركات وأثرها على زيادة ثقة المستثمرين في أعضاء مجالس ادارة الشركات، وبالتالي قدرة الدول على جذب مستثمرين جدد سواء محليين أو أجانب وما يترتب عن ذلك من تنمية اقتصاديات تلك الدول، وذلك عن طريق قيام كل من الهيئات العلمية بها والمشرعين بإصدار مجموعة من اللوائح والقوانين والتقارير التي تؤكد على أهمية التزام الشركات بتطبيق تلك المبادئ.

و في الولايات المتحدة أدى تطور السوق المالي ووجود هيئات رقابية فعالة تعمل على مراقبته وتشرف على شفافية البيانات والمعلومات التي تصدرها الشركات التي تعمل به مثل (Securities Exchange Commision (SEC ، بالإضافة الى التطور الذي وصلت اليه مهنة المحاسبة والمراجعة، الى زيادة الاهتمام بمفهوم حوكمة الشركات وإلزام الشركات وخاصة المسجلة أسهمها لدى البورصات بضرورة تطبيق المبادئ التي يتضمنها هذا المفهوم.

و من الملاحظ أن الاهتمام بهذا المفهوم ظهر بصورة واضحة عند قيام صندوق المعاشات العامة (The California Public Employee's (CALPERS

Retirement System والذي يعتبر أكبر صندوق للمعاشات العامة في الولايات المتحدة بتعريف حوكمة الشركات وإلقاء الضوء على أهميتها ودورها في حماية حقوق المساهمين.

ففي عام 1987 قامت اللجنة الوطنية والخاصة بالانحرافات في اعداد القوائم المالية " National Commission on Fraudulent Financial Reporting والتابعة للـSEC ، بإصدار تقريرها المسمى" Treadway Commission " والذي تضمن مجموعة من التوصيات الخاصة بتطبيق قواعد حوكمة الشركات وما يرتبط بها من منع حدوث الغش والتلاعب في اعداد القوائم المالية وذلك عن طريق الاهتمام بمفهوم نظام الرقابة الداخلية وتقوية مهنة المراجعة الخارجية أمام مجالس ادارة الشركات. وفي عام 1999 أصدر كل من (NYSE) New York Stock Echange و(NASD) National Association of Securities Dealers تقريرهما المعروف باسم "Blue Ribbon Report" والذي اهتم بفاعلية الدور الذي يمكن أن تقوم به لجان المراجعة بالشركات بشأن الالتزام بمبادئ حوكمة الشركات [1].

1 - د. محمد مصطفى سليمان، دور حوكمة الشركات في معالجة الفساد المالي والإداري (دراسة مقارنة)، الدار الجامعية، الطبعة الثانية، 2009، بتصرف، ص 15-17.

2 – مفهوم حوكمة الشركات وأهميتها:

2–1– مفهوم حوكمة الشركات:

تعددت الكتابات التي جاءت بتعاريف واضحة وجلية لحوكمة الشركات، ومن بينها:

– تعرف لجنة كادبوري (cadbury) في تقريرها عن الجوانب المالية لحوكمة الشركات في المملكة المتحدة UK المرفوع الى المجلس الاستشاري للبيانات والتقارير المالية عام 1991، حوكمة الشركات بأنها " ذلك النظام الذي يتم من خلاله توجيه ورقابة الشركات". و يهدف ذلك النظام الى تحقيق التوافق (Aligning) بين مصالح الإدارة والمساهمين بالإضافة الى تحقيق الكفاءة الاقتصادية والرفاهية

الاجتماعية [1].

– ولقد تم تعريف حوكمة الشركات من طرف الباحثين الأمريكيين

Andrie Shliefer and Robert Vishny على أنها " الوسائل التي من خلالها يمكن لموردي الأموال

للشركة أن يضمنوا مردودية استثماراتهم". مثل هذا التعريف يعطي بشكل غير واضح الهدف الأول لحوكمة الشركات وهو تعظيم ثروة المساهمين (حملة الأسهم) [1].

---

1 - أ.د حاكم محسن الرجعي، أ.د محمد عبد الحسين راضي، حوكمة البنوك وأثرها في الأداء والمخاطرة، دار اليازوري، الطبعة الاولى، 2011 ، ص 22- 23.

- كما عرفت (International Corporate Governance (ICGN Network حوكمة الشركات كما يلي: " ان حوكمة الشركات تتضمن هيكل عمليات ادارة الشركة والتي تهدف الى الوصول الى الهدفين المأخوذين بعين الاعتبار من طرف الاداريين والمديرين، والذي يتمثل في ضمان قدرة المؤسسة على التطور وزيادة قيمة المؤسسة على المدى الطويل للمساهمين".

- كما عرف صندوق المعاشات العامة في كاليفورنيا (CALPERS) حوكمة الشركات بأنها:

" العلاقة بين مختلف المشاركين عندما يتعلق الأمر بتحديد ادارة وكفاءة المؤسسات، والمشاركون الرئيسيون هم المساهمون، المديرون، التابعون للمدير العام التنفيذي ولجنة الإدارة" (2).

- ويرى (claessens) أن تعاريف حوكمة الشركات متنوعة ولا يمكن حصرها ولكن يمكن تصنيفها اجمالا ضمن مجموعتين، الأولى تتعلق بمجموعة الأنماط السلوكية مثل السلوك الحقيقي والفعلى للشركات معبرا عنه بمجموعة من المؤشرات مثل: الأداء، الفعالية، النمو، الهيكل المالي، معاملة المساهمين وأصحاب المصالح الآخرين.

---

1 - Karine LE Joly et Bertrand Moingeon, Gouvernement d'entreprise : débats théoriques et pratiques, ellipses édition, p 13.
2 - Héléne Ploix, Gouvernance d'entreprise : pour tous, dirigeants, administrateurs et investisseurs, HEC, 2eme édition, Paris, 2006, p 16.

أما المجموعة الثانية فتتعلق بالإطار المؤسسي لحوكمة الشركات وتضم مجموعة القواعد واللوائح التي تعمل في اطارها الشركات، فضلا عن القواعد المستمدة من مصادر تشريعية أخرى مثل النظام القانوني والنظام القضائي، والأسواق المالية، وأسواق العمل [1].

و على الرغم من هذه المجموعة الواسعة من التعاريف التي تطرقت لمفهوم حوكمة الشركات، يبقى التعريف الذي جاءت به منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية يستأثر بصدارة هذه المفاهيم بمنظور شامل يغطي كل الجوانب التي تشكل الآن مبادئ وأساسيات الحوكمة. ويعود ذلك الى ارتكازه على قاعدة عريضة من التجارب الوطنية للدول الأعضاء في المنظمة، اضافة الى أعمال سابقة قامت بها المجموعة الاستشارية لقطاع الأعمال المعنية بحوكمة الشركات والتابعة لمنظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD)، فضلا عن الاستفادة من اسهامات صندوق النقد الدولي، البنك الدولي، قطاع الأعمال، المستثمرين ، الاتحادات المهنية وغيرها من الأطراف المعنية بالموضوع.

ويشير مفهوم حوكمة الشركات الى " مجموعة العلاقات بين ادارة الشركة، ومجلس ادارتها والمساهمين فيها ومجموعة أصحاب المصالح الآخرين. وتوفر تلك العلاقات الهيكل الذي يمكن من خلاله وضع أهداف الشركة وتقرير الوسائل لبلوغ تلك الأهداف ومراقبة الأداء. كما أن حوكمة الشركات الجيدة ينبغي أن توفر حوافز مادية

1 - Stijn Claessens, Focus-1- Corporate Gouvernance and Development, p4, www.ifc.org.

مناسبة وسليمة لمجلس الإدارة والإدارات التنفيذية الأخرى لتحفيزهم على تحقيق الأهداف التي تكون من دون شك في مصلحة الشركة ومساهميها، وينبغي أن تسهل عملية الرقابة الداخلية الفعالة. ووجود نظام فعال للحوكمة داخل كل شركة على حدة، وفي الاقتصاد الكلي يساعد على توفير درجة من الثقة اللازمة لسلامة عمل اقتصاد السوق، ونتيجة لهذا تنخفض تكلفة رأس المال، الى جانب تشجيع الشركات على استخدام الموارد بطريقة أكثر كفاءة مما يعمل على تدعيم النمو" [1].

2-2- أهمية حوكمة الشركات:

حظيت حوكمة الشركات بالكثير من الاهتمام في الآونة الأخيرة نتيجة لعدد من حالات الفشل الإداري والمالي للعديد من الشركات الكبرى، ومن خلال دراسة الأسباب التي أدت إلى حدوث هذا الفشل، تبين أن انعدام أسلوب حوكمة الشركات يمكن القائمين على الشركة من الداخل، سواء كانت الإدارة أو المديرين أو الموظفين من تفضيل مصلحتهم الشخصية على حساب مصلحة المساهمين والدائنين وأصحاب المصلحة الآخرين [2].

1 - أ.د حاكم محسن الرجعي، أ.د محمد عبد الحسين راضي، مرجع سابق، ص 27.
2 - -د.محمد مصطفى سليمان، مرجع سابق، ص 31.

ولحوكمة الشركات أهمية بالغة تتمثل في:

- تخفيض المخاطر المتعلقة بالفساد المالي والإداري التي تواجهها الشركات والدول.
- رفع مستويات أداء الشركات وما يترتب عليه من دفع عجلة التنمية والتقدم الاقتصادي للدول التي تنتمي إليها تلك الشركات.
- جذب الاستثمارات الأجنبية وتشجيع رأس المال المحلي على الاستثمار في المشروعات الوطنية.
- زيادة قدرة الشركات الوطنية على المنافسة العالمية وفتح أسواق جديدة لها.
- تعزيز الشفافية والدقة والوضوح في القوائم المالية التي تصدرها الشركات وما يترتب عن ذلك من زيادة ثقة المستثمرين بها واعتمادهم عليها في اتخاذ قراراتهم.
- زيادة فرص العمل لأفراد المجتمع .
- العمل على تحقيق الأداء المالي الجيد من خلال محاسبة الإدارة أمام المساهمين .
- العمل على محاربة التصرفات غير المقبولة سواء كانت في الجانب المادي أو الإداري أو الأخلاقي.
- تطوير وتحسين ومساعدة أصحاب القرار مثل المديرين ومجالس الإدارة على بناء إستراتيجية متطورة تخدم الكفاءة الإدارية والمالية للشركة.
- العمل على تحفيز الأيدي العاملة في الشركة وتحسين معدلات إنتاجهم وتعميق ثقتهم في الشركة.

- **زيادة المعلومات والخبرات والمهارات نتيجة العمل بالحوكمة** [1].

و من هذا المنطلق يتم التأكيد على أن الحوكمة هي سبيل التقدم لكل من الأفراد والمؤسسات والاقتصاد ككل، وذلك من خلال آليتها التي توفر للأفراد قدر مناسب من الضمان لتحقيق ربحية معقولة لاستثماراتهم وفي ذات الوقت تعمل على قوة وسلامة أداء المؤسسات، ومن ثم تدعيم استقرار وتقدم الأسواق والاقتصاديات والمجتمعات [2].

3- المحددات الأساسية لتطبيق مفهوم حوكمة الشركات:

لكي تتمكن الشركات بل الدول من الاستفادة من مزايا تطبيق مفهوم حوكمة الشركات يجب أن تتوافر مجموعة من المحددات والعوامل الأساسية التي تضمن التطبيق السليم لمبادئ حوكمة الشركات، وفي حالة عدم توافر تلك العوامل، فإن تطبيق هذا المفهوم والحصول على مزاياه يعتبر أمرا مشكوكا فيه، وتشتمل هذه العوامل والمحددات على مجموعتين:

1 - د. مناور حداد، المؤتمر العلمي الأول حول دور حوكمة الشركات في التنمية الاقتصادية خلال الفترة (15-16 تشرين الأول 2008)، ص10.

2 - مذكرة تخرج مقدمة لنيل شهادة الماجستير، بعنوان: حوكمة الشركات وأثرها على كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية، تخصص: محاسبة وتمويل، للطالب : أشرف درويش أبو موسى، الجامعة الاسلامية غزة، 2008، ص 24-25.

3-1- المحددات الخارجية:

هذه المحددات تمثل البيئة أو المناخ الذي تعمل من خلاله الشركات والتي قد تختلف من دولة إلى أخرى، و هي عبارة عن:

- القوانين أو اللوائح التي تنظم العمل في الأسواق، مثل قوانين الشركات، قوانين سوق المال، القوانين المتعلقة بالإفلاس وأيضا القوانين التي تنظم المنافسة والتي تعمل على منع الاحتكار.
- وجود نظام مالي جيد يضمن توفير التمويل اللازم للمشروعات بالشكل المناسب الذي يشجع الشركات على التوسع والمنافسة الدولية.
- كفاءة الهيئات والأجهزة الرقابية مثل هيئات سوق المال وذلك عن طريق إحكام الرقابة على الشركات والتحقق من دقة وسلامة البيانات والمعلومات التي تنشرها، وأيضا وضع العقوبات المناسبة والتطبيق الفعلي لها في حالة عدم التزام الشركات بها.
- دور المؤسسات غير الحكومية في ضمان التزام أعضائها بالنواحي السلوكية والمهنية والأخلاقية والتي تضمن عمل الأسواق بكفاءة. وتتمثل هذه المؤسسات غير الحكومية في جمعيات المحاسبين والمراجعين ونقابات المحامين على سبيل المثال.

3-2- المحددات الداخلية:

و تشتمل على القواعد والأساليب التي تطبق داخل الشركة والتي تتضمن وضع هياكل إدارية سليمة توضح كيفية اتخاذ القرار داخل الشركات وتوزيع مناسب للسلطات والواجبات بين الأطراف المعنية بتطبيق مفهوم حوكمة الشركات مثل: مجلس الإدارة، الإدارة ،المساهمين وأصحاب المصالح، وذلك بالشكل الذي لا يؤدي إلى تعارض المصالح بين هؤلاء الأطراف بل يؤدي إلى تحقيق مصالح المستثمرين على المدى الطويل.

و يجب أن نلاحظ أن هذه المحددات سواء كانت داخلية أو خارجية، فهي بدورها تتأثر بمجموعة أخرى من العوامل المرتبطة بثقافة الدولة والنظام السياسي والاقتصادي بها ومستوى التعليم والوعي لدى الأفراد، فحوكمة الشركات ليست سوى جزء من محيط اقتصادي تعمل في نطاقه الشركات، بل يعتمد إطار حوكمة الشركات أيضا على البيئة القانونية والمؤسسية، هذا بالإضافة إلى عوامل مثل: أخلاقيات الأعمال، ومدى إدراك الشركات للمصالح البيئية والاجتماعية للمجتمعات التي تعمل فيها والتي يمكن أيضا أن يكون لها أثر على سمعتها ونجاحها في الأجل الطويل[1].

1 - د. محمد مصطفى سليمان، مرجع سابق، ص23-24.

4- مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) لتطبيق حوكمة الشركات:

منذ بداية صدورها في عام 1999، حظيت مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية بشأن حوكمة الشركات باعتراف العالم بأسره باعتبارها نقطة قياس دولية لجودة حوكمة الشركات. وتم استخدامها بحماس من جانب الحكومات، وواضعي اللوائح التنظيمية والمستثمرين والشركات والمساهمين سواء في الدول الأعضاء أو في الدول غير الأعضاء بمنظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، وقد وافق على اتباعها منتدى الاستقرار المالي (Financial Stability Forum) باعتبارها احدى المعايير الإثنى عشر من معايير النظم المالية السليمة (Standards For Sound Financial Systems)، والغرض من المبادئ هو المساعدة في تقييم وتحسين الاطار القانوني والتنظيمي والمؤسسي الذي يؤثر في حوكمة الشركات كما أنها تقدم إرشادات للأسواق المالية، والمستثمرين والشركات الى جانب آخرين ممن لهم دور في عملية تطوير حوكمة جيدة للشركات [1].

وتركز هذه المبادئ التي تم تعديلها في 22 أفريل 2004 على الجوانب التالية:

1 - نرمين أبو العطا، حوكمة الشركات سبيل التقدم مع إلقاء الضوء على التجربة المصرية، 2003، www.cipe-arabia.org.

4-1- ضمان وجود أساس لإطار فعال لحوكمة الشركات:

ينبغي أن يشجع اطار حوكمة الشركات على شفافية وكفاءة الأسواق، وأن يكون متوافقا مع حكم القانون وأن يحدد بوضوح توزيع المسؤوليات بين مختلف الجهات الاشرافية والتنظيمية والتنفيذية.

لضمان وضع اطار فعال لحوكمة الشركات، فإنه من الضروري وجود أساس قانوني وتنظيمي ومؤسسي فعال يمكن كافة المشاركين في السوق الاعتماد عليه في انشاء علاقاتهم التعاقدية الخاصة، وعادة ما يضم اطار حوكمة الشركات عناصر تشريعية و تنظيمية، التزامات اختيارية، وممارسات الأعمال التي هي نتاج الظروف الخاصة بالدولة وتاريخها وتقاليدها.

وينطوي هذا المبدأ على مجموعة من الارشادات التي يجب اتباعها وهي:

- ينبغي أن يتم وضع اطار حوكمة الشركات بهدف أن يكون ذا تأثير على الأداء الاقتصادي الشامل، ونزاهة الأسواق، والحوافز التي يخلقها للمشاركين في السوق، وتشجيع قيام أسواق تتميز بالشفافية والفعالية.
- ينبغي أن تكون المتطلبات القانونية والتنظيمية التي تؤثر في ممارسة حوكمة الشركات في نطاق اختصاص تشريعي ما متوافقة مع حكم القانون، وذات شفافية وقابلة للتنفيذ.

- ينبغي أن يكون توزيع المسؤوليات بين مختلف الجهات في نطاق اختصاص تشريعي ما محددا بشكل واضح مع ضمان خدمة المصلحة العامة.
- ينبغي أن تكون لدى الجهات الاشرافية والتنظيمية والتنفيذية السلطة والنزاهة والموارد للقيام بواجباتها بطريقة متخصصة وموضوعية، فضلا عن أن أحكامها وقراراتها ينبغي أن تكون في الوقت المناسب وشفافة مع توفير الشرح التام لها.

4-2- حقوق المساهمين والوظائف الرئيسية لأصحاب حقوق الملكية:

ينبغي في اطار حوكمة الشركات أن توفر الحماية للمساهمين وأن يسهل لهم ممارسة حقوقهم، وترتكز حقوق المساهمين للتأثير في الشركة على موضوعات أساسية معينة مثل انتخاب أعضاء مجلس الادارة، إدخال تعديلات على المستندات الحيوية للشركة، والموافقة على العمليات الاستثنائية وبعض الموضوعات الأساسية الأخرى.

وينطوي هذا المبدأ على مجموعة من الارشادات التي يجب اتباعها وهي:

- ينبغي أن يكون للمساهمين الحق في الحصول على المعلومات الكافية عن القرارات التي تخص أي تغيرات أساسية في الشركة.

- ينبغي أن تكون للمساهمين فرصة المشاركة الفعالة والتصويت في اجتماعات الجمعية العامة للمساهمين، وينبغي أن يحاطوا علما بالقواعد التي تحكم اجتماعات الجمعية العمومية للمساهمين بما في ذلك اجراءات التصويت.
- ينبغي السماح للأسواق السيطرة على الشركات بالعمل بطريقة تتميز بالكفاءة والشفافية، حيث ينبغي أن يتم بوضوح تحديد والإفصاح عن القواعد والإجراءات التي تحكم حيازة السيطرة على الشركات في الأسواق المالية، وكذلك العمليات الاستثنائية مثل الاندماجات، وبيع حصص جوهرية من أصول الشركة.
- ينبغي تسهيل ممارسة كافة المساهمين لحقوق الملكية بما في ذلك المستثمرون المؤسسيون، بالإضافة الى أن يكون لهم نصيب من أرباح الشركة.
- ينبغي السماح للمساهمين بما في ذلك المستثمرين المؤسسيون أن يتشاوروا مع بعضهم بعضا فيما يتعلق بالموضوعات الخاصة بالحقوق الأساسية للمساهمين.

4-3- المعاملة المتساوية للمساهمين:

ينبغي في اطار حوكمة الشركات أن يضمن معاملة متساوية لكافة المساهمين، بما في ذلك مساهمي الأقلية والمساهمين الأجانب. وينبغي أن تتاح الفرصة لكافة المساهمين للحصول على تعويض فعال عن انتهاك حقوقهم. وينطوي هذا المبدأ على مجموعة من الارشادات التي يجب اتباعها وهي:

- ينبغي معاملة كافة المساهمين حملة نفس طبقة الأسهم معاملة متساوية.
- ينبغي منع التداول بين الداخليين والتداول الصوري والشخصي.
- ينبغي أن يطلب من أعضاء مجلس الإدارة والتنفيذيين الرئيسيين بالشركة أن يفصحوا لمجلس الإدارة عما اذا كانت لهم سواء بشكل مباشر أو غير مباشر أو بالنيابة عن طرف ثالث أي مصلحة مادية في أي عملية أو موضوع يمس الشركة بطريقة مباشرة.

4-4- دور أصحاب المصالح في حوكمة الشركات:

ينبغي في اطار حوكمة الشركات أن يعترف بحقوق أصحاب المصالح التي ينشئها القانون، أو تنشأ نتيجة لاتفاقيات متبادلة، وأن يعمل على تشجيع التعاون النشط بين الشركات وأصحاب المصالح في خلق الثروة وفرص العمل واستدامة الشركات السليمة ماليا.

وينطوي هذا المبدأ على مجموعة من الارشادات التي يجب اتباعها وهي:

- عندما يكفل القانون حماية المصلحة ينبغي أن تكون لأصحاب المصلحة فرصة الحصول على تعويض فعال مقابل انتهاك حقوقهم.
- ينبغي السماح بوضع آليات لتعزيز الأداء من أجل مشاركة العاملين.

- عندما يشارك أصحاب المصالح في عملية حوكمة الشركة ينبغي السماح لهم بالحصول على المعلومات ذات الصلة وبالقدر الكافي، والتي يمكن الاعتماد عليها في الوقت المناسب وعلى أساس منتظم.
- ينبغي لأصحاب المصالح بما في ذلك الأفراد العاملين والهيئات التي تمثلهم أن يتمكنوا من الاتصال بمجلس الإدارة للإعراب عن اهتمامهم بشأن الممارسات غير القانونية أو غير الأخلاقية، وينبغي عدم الانتقاص أو الغض من حقوقهم اذا ما فعلوا ذلك.
- ينبغي ان يستكمل اطار حوكمة الشركات بإطار فعال وكفء لتنفيذ حقوق الدائنين.

4-5- الإفصاح والشفافية:

ينبغي في اطار حوكمة الشركات أن يضمن القيام بالإفصاح السليم والصحيح في الوقت المناسب عن كافة الموضوعات الهامة المتعلقة بالشركة بما في ذلك المركز المالي، الأداء، حقوق المكية وحوكمة الشركات.

في معظم دول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية يتم جمع معلومات ضخمة سواء بصفة الزامية أو اختيارية عن الشركات التي يتم تداول أسهمها علنا والشركات الضخمة غير المقيدة بالبورصة، ويتم فيما بعد بثها الى نطاق واسع من المستخدمين.

وعادة ما يطلب الإفصاح بصفة دورية كل نصف أو ربع سنة، أو حتى لمرات اكثر في حالة وجود تطورات مادية تؤثر في الشركة، وغالبا ما تقوم الشركات بإفصاح اختياري يتعدى المتطلبات الدنيا للإفصاح استجابة لطلب الأسواق.

و يعتبر وجود نظام افصاح قوي يشجع على الشفافية الحقيقية أحد الملامح المحورية للإشراف على الشركات القائم على أساس السوق، والذي يعتبر أمرا رئيسيا لقدرة المساهمين على ممارسة حقوق ملكيتهم على أسس مدروسة. وتظهر التجارب في الدول ذات أسواق الأسهم الضخمة والنشيطة أن الإفصاح يمكن أيضا أن يكون أداة قوية للتأثير على سلوك الشركات وحماية المستثمرين. ويمكن لنظام الإفصاح القوي أن يساعد على اجتذاب رأس المال والمحافظة على الثقة في الأسواق المالية. وعلى النقيض فإن ضعف الإفصاح والممارسات غير الشفافة يمكن أن تساهم في السلوك غير الأخلاقي وفي ضياع نزاهة السوق وبتكلفة ضخمة ليست بالنسبة للشركة ومساهميها فحسب بل وللاقتصاد ككل. ويطلب المساهمون والمستثمرون الوصول إلى معلومات منتظمة موثوق بها وقابلة للمقارنة مع تفصيلات كافية عنها كي يقيموا مدى إشراف الإدارة، وبهذا يمكنهم اتخاذ قرارات مدروسة عن تقييم الشركة والملكية وتصويت الأسهم. ويؤدي عدم كفاية المعلومات أو عدم وضوحها الى اعاقة قدرة الأسواق على العمل وزيادة تكلفة رأس المال وينشأ عنه ضعف في تخصيص الموارد.

و يساعد الإفصاح أيضا في تحسين فهم الجمهور لهيكل ونواحي نشاط الشركة، وسياساتها وأداءها فيما يتعلق بالمعايير البيئية والأخلاقية، وعلاقات الشركات مع المجتمعات التي تعمل فيها.

و لا يتوقع أن تفرض متطلبات الإفصاح أية أعباء ادارية أو تكلفة غير معقولة على المنشآت. كما لا يتوقع أيضا من الشركات أن تفصح عن معلومات قد تسبب خطرا أو تهدد مركزها التنافسي إلا اذا كان الإفصاح ضروريا لتوفير المعلومات الكاملة لاتخاذ القرارات الاستثمارية ولتجنب تضليل المستثمر. وحتى يمكن تقرير ما هي المعلومات التي ينبغي الإفصاح عنها كحد أدنى، فإن كثير من الدول تطبق فكرة المادية أو الأهمية Materiality، والمعلومات المادية أو الهامة يمكن تعريفها بأنها المعلومات التي قد يؤدي حذفها أو تحريفها الى التأثير على القرارات الاقتصادية التي يتخذها مستخدمو المعلومات.

و يجب على الشركات في محافظتها على علاقات وثيقة مع المستثمرين والمشاركين في السوق أن تبذل عناية خاصة لعدم انتهاك هذا المبدأ للمعاملة المتساوية.

وينطوي هذا المبدأ على مجموعة من الارشادات التي يجب اتباعها وهي:

- ينبغي اعداد المعلومات والإفصاح عنها طبقا للمستويات النوعية المرتفعة للمحاسبة والإفصاح المالي وغير المالي.

- ينبغي القيام بمراجعة خارجية مستقلة بواسطة مراجع مستقل، كفء ومؤهل حتى يمكنه أن يقدم تأكيدات خارجية موضوعية لمجلس الإدارة والمساهمين بأن القوائم المالية تمثل بصدق المركز المالي وأداء الشركة في كافة النواحي المادية والهامة.
- ينبغي على المراجعين الخارجيين أن يكونوا قابلين للمساءلة والمحاسبة أمام المساهمين، وعليهم واجب بالنسبة للشركة وهو أن يقوموا بممارسة كافة ما تقتضيه الأصول المهنية في عملية المراجعة.
- ينبغي على قنوات بث المعلومات أن توفر فرص متساوية وفي التوقيت المناسب مع كفاءة التكلفة لمستخدمي المعلومات ذات الصلة.
- ينبغي استكمال اطار حوكمة الشركات بمنهج فعال يتناول ويشجع تقديم التحليلات أو المشورة عن طريق المحللين والسماسرة ووكالات التقييم والتصنيف وغيرها، والمتعلقة بالقرارات التي يتخذها المستثمرون بعيدا عن أي تعارض هام في المصلحة قد يؤدي الى الاضرار بنزاهة ما يقومون به من تحليل أو ما يقدمونه من مشورة.

4-6- مسؤوليات مجلس الادارة:

ينبغي في اطار حوكمة الشركات أن يضمن التوجيه والإرشاد الاستراتيجي للشركة والرقابة الفعالة لمجلس الإدارة على ادارة الشركة ومحاسبته عن مسؤوليته أمام الشركة والمساهمين.

وينطوي هذا المبدأ على مجموعة من الإرشادات التي يجب إتباعها وهي:

- ينبغي على أعضاء مجلس الإدارة أن يعملوا على أساس من المعلومات الكاملة، وبحسن نية وذلك بما يحقق أفضل مصلحة للشركة والمساهمين.
- اذا كانت قرارات مجلس الإدارة ستؤثر في مختلف مجموعات المساهمين بطرق مختلفة، فإن على مجلس الإدارة أن يعامل كافة المساهمين معاملة عادلة.
- ينبغي على مجلس الإدارة أن يطبق معايير أخلاقية عالية، وينبغي أيضا أن يأخذ في الاعتبار مصالح واهتمامات أصحاب المصالح في الشركة.
- ينبغي على مجلس الإدارة أن يقوم بوظائف رئيسية معينة منها:
- استعراض وتوجيه استراتيجية الشركة.
- الاشراف على فعالية ممارسات حوكمة الشركة.
- ضمان الشفافية في عملية ترشيح وانتخاب مجلس الإدارة.
- رقابة وإدارة أي تعارض محتمل في مصالح ادارة الشركة، وأعضاء مجلس الإدارة والمساهمين بما في ذلك الأطراف ذات الصلة.
- ضمان نزاهة حسابات الشركة، ونظم اعداد قوائمها المالية بما في ذلك المراجعة المستقلة، مع ضمان نظم سليمة للرقابة.
- الاشراف على عمليات الإفصاح والاتصالات.

- ينبغي على مجلس الإدارة أن يكون قادرا على ممارسة الحكم الموضوعي المستقل على شؤون الشركة [1].

يتضح مما سبق أن التزام الشركات بتطبيق الحوكمة يساهم في ضمان الحماية والمعاملة المتساوية لكافة المساهمين وتشجيع التعاون مع كافة أصحاب المصالح في الشركة، كما أنها توفر اطار فعال للرقابة على أداء الشركات ومجالس ادارتها، والأهم من ذلك فإن حوكمة الشركات تساعد بشكل كبير في زيادة شفافية المعلومات والبيانات التي تنشرها الشركات والتي أصبحت تتضمن مجموعة من المعايير التي تسعى حوكمة الشركات الى توفيرها في هذه المعلومات لكي تصبح أكثر شمولا وموثوقية وهذا ما ينعكس على مستوى أداء الشركات.

كما تمتد أهمية حوكمة الشركات لتشمل الأسواق المالية حيث أن تبني مبادئها يمكن من تعزيز كفاءة هذه الأسواق من خلال تقديم المعلومات الملائمة للمستثمرين لمعرفة المزيد عن الشركات وعن أدائها وبالتالي توجيه قراراتهم الاستثمارية نحو الشركات الواعدة والتي يتم ادارتها بشكل أفضل في ظل حوكمة الشركات.

1- مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية بشأن حوكمة الشركات، 2004، بتصرف، www.oecd.org .

5- حوكمة الشركات وقدرتها على تحقيق الشفافية المالية:

يؤدي اعتماد السوق المالي على حوكمة الشركات في توفير احتياجات المستخدمين من المعلومات الى زيادة قدرة السوق على ضبط حركة التعامل، و التي تتوقف بدورها على قدرة الحوكمة في تحقيق الشفافية في التقارير المنشورة. وللتعرف على كيفية تحقيق الشفافية - أحد مباديء حوكمة الشركات- لابد من اتباع الآليات التالية:

- الاهتمام بالمعلومات غير المالية.
- التحول من الإفصاح اختياري الى الإفصاح الالزامي.
- تدعيم الإفصاح الالكتروني.

5-1- الاهتمام بالمعلومات غير المالية:

ينتج عن انحصار الإفصاح في البيانات المالية فقط ضعف كفاءة السوق المالي في مجال تسعير الأسهم، حيث أن المعلومات المالية ما هي الا جزء من المعلومات التي تؤثر على السوق المالي الكفء. وما يؤكد على أهمية المعلومات غير المالية التعليمات التي أصدرتها لجنة البورصة الأمريكية والتي يختص أولها بالإفصاح عن المعلومات غير المالية.

5-2- التحول من الإفصاح الاختياري الى الإفصاح الالزامي:

ان الفكر المحاسبي والواقع العملي قد طرح مجموعة من الأفكار حول محتوى الإفصاح الاختياري ليشمل المعلومات الاستراتيجية والبيانات غير المالية بالاضافة الى البيانات المالية الاضافية التي لا تشملها القوائم المالية وحتى يمكن توسيع دائرة المعلومات المتاحة لجموع المستثمرين، ولكي نحد من عدم تماثل المعلومات بين الإدارة والمستثمرين وبين المستثمرين أنفسهم نتيجة اتصال بعضهم بادارة الشركة وحتى نصل الى سوق كفء، ولكي يمكننا من الوصول للسعر العادل للسهم، لابد وأن يتحول الإفصاح الاختياري الى افصاح الزامي.

5-3- تدعيم الإفصاح الالكتروني:

ان افصاح الالكتروني يساعد على نشر المعلومات المالية وغير المالية في التوقيت المناسب والمتزامن (باستمرار). فهو يحقق العديد من المزايا ومنها :

- توفير المعلومت في الوقت المناسب.
- تحقيق التغذية العكسية.
- تحقيق امكانية التحديث الفوري.
- تخفيض درجة عدم تماثل المعلومات.
- سهولة في الوصول الى المعلومات المطلوبة [1].

1- د. احمد رجب عبد الملك عبد الرحمن، قياس مدى تحقق الشفافية والإفصاح في اتقارير المالية المنشورة للشركات المتداولة في سوق المال السعودي- دراسة نظرية وتطبيقية- مدخل ضبط معايير المحاسبة السعودية، 2009، ص 13.

ثانيا: الشفافية المالية

تعد الشفافية المالية ركيزة أساسية للتعاملات في الأسواق المالية وذلك لما توفره من فرص متساوية للمستثمرين في الحصول على المعلومات والبيانات الملائمة التي يحتاجون اليها، كما أنها تساهم في الحد من تسرب الشائعات والمعلومات الداخلية للشركات ما يساهم في تحقيق كفاءة الأداء في الأسواق المالية.

1- تعريف الشفافية المالية:

- يقصد بالشفافية في المعنى الاصطلاحي قيام الشركات المساهمة ذات الاكتتاب العام بتوفير المعلومات والبيانات المتعلقة بنشاطها، ووضعها تحت تصرف المساهمين وأصحاب الحصص وإتاحة الفرصة لمن يريد منهم الاطلاع عليها وعدم حجب المعلومات، فيما عدا تلك التي يكون من شأنها الاضرار بمصالح الشركة فيجوز لها الاحتفاظ بسريتها، مثل أسرار الصناعة والعلاقات مع الموردين وغير ذلك. وتعتبر الشفافية حقا دائما يتمتع به المساهمون ومن في حكمهم من الممولين والدائنين [1].

1- أ. د صالح أحمد البربري، قواعد الشفافية والإفصاح والأشخاص الملزمون بتطبيقها في سوق الأوراق المالي (دراسة قانونية مقارنة)، مؤتمر الأسواق المالية والبورصات،2007، ص 3، slconf.uaeu.ac.ae .

- تعني الشفافية المالية توفير المعلومات الموثوقة والآنية المتعلقة بالنشاطات والإجراءات والقرارات والسياسات التي تتخذها المؤسسة وضمان الوصول إليها [1].

- ان الشفافية المالية تقتضي أن تصل المعلومة أو المعلومات كاملة لجميع المتداولين أو المستثمرين في نفس الوقت عبر قنوات رسمية دون تشويهها أو تجزئتها أو اظهارها غامضة [2].

- كما عرفت لجنة الأوراق المالية (SEC) الشفافية المالية بأنها: الافصاحات البناءة والمؤكدة التي تتم في الوقت المناسب حول الأداء المالي للشركة [3].

من خلال التعريفات السابقة نستخلص أن الشركات بحاجة لتوفير الشفافية المالية لزيادة رأسمالها، والمستثمرون بحاجة للشفافية المالية لاتخاذ قرارات استثمارية صائبة، ومن هنا تظهر أهمية الشفافية المالية في كونها ضرورة للمستثمرين والشركات وحجر الأساس الذي تقوم عليه الأسواق المالية.

1- مفهوم الشفافية والمساءلة ودور الأجهزة العليا للرقابة، vwww.libyansai.go .

2- الادارة الرشيدة والإصلاح الاداري والمالي، بحوث وأوراق عمل، منشورات المنظمة العربية للتنمية الادارية 2009، ص 200.

3- Speech by SEC Commissioner: Opening Remarks before the Symposium on Enhancing Financial Transparency، www.sec.gov.

2- أهمية الشفافية المالية:

تأتي أهمية الشفافية من أنها تعمل على زيادة المعلومات الواردة في الايضاحات مما يؤدي الى تحسين الإفصاح في الشركات، حيث أن عدم توفر هذه المعلومات لبعض المستثمرين قد يجعلهم في وضع خاطئ من حيث اتخاذ قرارات غير سليمة. كذلك عدم توفر هذه المعلومات - معلومات داخلية- يعمل على الرفع المصطنع للأسعار وزيادة المضاربة وبالتالي خلق نوع من الارباك والفوضى لمستوى الأداء في السوق.

و على ذلك يمكن القول أن الشفافية تؤدي الى الحد من تأثير الشائعات واستغلال المعلومات الداخلية حتى لا تتاح الفرصة أمام بعض المضاربين للحصول على معلومات غير متاحة للآخرين.

حيث أن الشفافية تعد ذات أهمية للعديد من الأسباب أهمها:

- تزيد من عملية توضيح قيم البنود التي تحتويها القوائم المالية.
- تقليل درجة التقلب في الأسواق المالية لضمان الاستقرار المالي.
- تجعل استجابة المشاركين في السوق للأخبار السيئة معتدلة وتساعدهم أيضا على توقع وتقييم المعلومات السلبية.
- تعمل على القضاء على ظاهرة عدم تماثل المعلومات.
- تقلل من ميل الأسواق على التركيز بلا داع على الأنباء الايجابية أو السلبية.

- تعمل على التعرف على الظروف التي أدت الى التغير في السياسات المحاسبية مثل:

- في ظل مبادئ المحاسبة المقبولة والمتعارف عليها عموما (GAAP) فإن الاجراءات المحاسبية البديلة مثل طرق الاهتلاك، طرق المخزون، وطرق الاعتراف بالإيراد يتم استخدامها في ظل ظروف مختلفة وبالتالي يتم توضيح ذلك.

- أن الشركة أحيانا ما تقوم بإحداث تغيرات في اجراءات المحاسبة والتقارير بنحو يؤثر على امكانية مقارنة القوائم المالية، و كمثال عن ذلك: قد تقوم الشركة بتغيير طريقة الوارد أولا يصرف أولا (FIFO) الى طريقة الوارد أخيرا يصرف أولا (LIFO) في المحاسبة عن المخزون.

- تسهل من تفعيل السوق المالي الكفء عن طريق توفير معلومات اضافية عن البنود المتضمنة في

القوائم المالية، ومعلومات اضافية أخرى غير متضمنة في القوائم المالية [1].

1- د. احمد رجب عبد الملك عبد الرحمن، مرجع سابق، ص 8.

3- شروط الشفافية المالية:

هناك عدة شروط يجب أن تتوفر في أية معلومة أو اجراء يتصف بالشفافية ومنها:

- أن تكون الشفافية في الوقت المناسب حيث أن الشفافية المتأخرة تكون عادة لا قيمة لها ويعلن عنها أحيانا فقط لاستيفاء الشكل، وتشهد على ذلك ميزانيات الشركات التي تنشر بعد شهر أو سنوات بعد صدورها.
- أن تتاح الشفافية لكافة الجهات في ذات الوقت.
- أن تكون شارحة نفسها بنفسها فما قيمة شفافية غامضة، فقد تقوم بعض الشركات بنشر قوائمها المالية بالصحف استيفاء للشكل القانوني بدون مرفقاتها أو بدون تقرير مراقب الحسابات أو تفصيل البنود.
- أن يعقب الشفافية مساءلة، فالشفافية في حد ذاتها ليست غاية بل وسيلة لإظهار الأخطاء والاقتصاص من مرتكبيها وذلك بالطبع في اطار الوسائل القانونية المنظمة لذلك [1].

1- حوكمة الشركات وأسواق المال العربية، بحوث وأوراق عمل مؤتمر متطلبات حوكمة الشركات وأسواق المال العربية المنعقد في شرم الشيخ- جمهورية مصر العربية في مايو 2007، منشورات المنظمة العربية للتنمية الادارية 2007، ص 22.

4- معوقات الشفافية المالية:

تواجه الشفافية المالية كغيرها من مقترحات التطوير مجموعة من العوائق وهي:

- **عدم اتفاق حوافز المديرين مع مصالح حملة الأسهم:**

يتوفر للمديرين معلومات عن الأداء الحالي والمستقبلي أكثر من غيرهم من الأطراف الخارجية، ويجب

أن ترتبط الحوافز بالإفصاح عن هذه المعلومات ووجود هذه الحوافز لدى مديري الشركات ذو أثرين:

الأول: هو أن وجود هذه الحوافز تدفع المديرين الى اختيار البديل الذي يترتب عليه بيان رقم الربح بصورة عالية، وذلك اذا كانت مكافآتهم وحوافزهم مرتبطة بما تحققه الشركة من أرباح .

الثاني: هو قيام ادارة الشركة بالإفصاح عن المعلومات دون اخفائها، وبطريقة الحوافز هذه سوف تجعل الإدارة تقدم معلومات صحيحة عن نتائج وحداتها، وهناك نموذج يحقق للمدير الأمان الكافي لعدم تعرضه للمخاطرة من تقديم الإفصاح الحقيقي وذلك بحصوله على مرتب ثابت لا يتأثر بنتائج الوحدة الاقتصادية، بحيث أن المدير الذي

يحاول تضليل الأطراف الخارجية بالإفصاح عن أخبار جيدة في حين أنه يعلم أن الأخبار ليست كذلك بالنسبة للشركة فإنه يتحمل عقوبة تخصم من مكافآته الاجمالية.

- **الميزة التنافسية:**

غالبا ما يقوم المديرون التنفيذيون للشركة بتقديم شكاوي بأن الشفافية تقلل من مقدرتهم على المنافسة، رغم أنه ليس هناك دليل اثبات من قبل أي من الباحثين أو الهيئات يؤكد ذلك. وتبني هذا الرأي جاء من أن العلاقة ما بين الشفافية والمقدرة التنافسية علاقة منطقية. كما أن التدفق الموسع للمعلومات يعتبر مطلب ضروري لاقتصاديات الأسواق الحرة، والشفافية تحث وتشجع على المنافسة والتي تؤدي الى الارتقاء بالأعمال، وبدون ذلك سيكون من المستحيل النمو والبقاء في ظل بيئة الأعمال المتنافسة بشكل واسع، وإذا كان اعتراض ادارة الشركات على أن الشفافية تقلل من مقدرتها التنافسية في السوق، فإن ذلك ناجم عن المصلحة الفردية وليست المصلحة العامة وعدم ادراكها لمعنى الشفافية وأهميتها.

- **الموازنة بين التكلفة والعائد:**

ان المعلومات المحاسبية ليست مجانية حيث أن الشفافية عادة ما تكلف أموال، وبالتالي فإن الأمر يتطلب استخدام معيار الموازنة بين التكلفة والعائد عند اختيار النظام

المحاسبي الذي يعمل على تحقيق الشفافية، بحيث يستلزم الأمر أن تزيد العوائد المتوقعة عن التكاليف المتوقعة لذلك النظام [1].

خلاصة الفصل الثاني

لقد أصبحت قواعد حوكمة الشركات من الأمور المطلوبة من المتعاملين في الأسواق المالية، فالمستثمرون اليوم يبحثون قبل توجيه استثماراتهم عن الشركات التي تتميز بوجود هياكل سليمة لحوكمة الشركات بداخلها والتي تضمن مستوى معين من الإفصاح والشفافية في المعلومات المالية التي تنشرها. فالممارسة الجيدة للحوكمة تساعد الشركات والاقتصاد بشكل عام على جذب الاستثمارات ودعم الأداء الاقتصادي والقدرة على المنافسة في المدى الطويل وتساهم في بناء أسواق مالية تمتاز بالشفافية في الإفصاح عن المعلومات المالية والمحاسبية وتدعم وجود أدوات رقابية فعالة على أداء الشركات.

فتطبيق الشفافية في الأسواق المالية يؤدي الى تحسين الإفصاح في الشركات من خلال توفير معلومات وبيانات تتصف بالدقة والموثوقية وإتاحتها بصفة فورية وعادلة لجميع المتعاملين بالشكل الذي يحد من عمليات احتكار المعلومات وعدم تماثلها وبالتالي تحقيق كفاءة الأداء في السوق.

1- د. احمد رجب عبد الملك عبد الرحمن، مرجع سابق، ص 9.



الفصل الثالث

أثر الشفافية المالية على كفاءة الأسواق المالية

مقدمة الفصل الثالث

مع تزايد أهمية دور السوق المالي ظهرت الحاجة للأخذ بالنظرة الشمولية للمحاسبة واعتبارها نظام شامل للمعلومات سواء كانت مالية أو غير مالية يتعين الإفصاح عنها، حيث غدت النظم المحاسبية وعاء شامل للمعلومات المالية بدرجة أساسية ولمعلومات أخرى مدعمة ومكملة لها في التفسير تلبي احتياج كافة الأطراف المعنية بأمور الشركات حالياً ومستقبلاً، داخلياً وخارجياً.

و تعد المعلومات و أنظمة الإفصاح المالي أحد أهم المقومات الأساسية لنضوج هذه الأسواق، و تنعكس أهميتها في ثقة المستثمرين بكفاءة السوق المالي، و درجة هذه الثقة تتحدد بشكل أساسي بمدى شفافية المعلومات المنشورة و مصداقيتها، لما للشفافية المالية من دور فعال على كفاءة السوق.

أولا: المعلومات الواجب الإفصاح عنها في السوق المالي

لقد زاد الاهتمام في العقود الأخيرة بموضوع الإفصاح، نظرا لأن العديد من الجهات تعتمد بشكل كبير في قراراتها على ما تنشره الشركات من معلومات، حيث لا تستطيع هذه الفئات الحصول على المعلومات التي تحتاجها مباشرة من الشركة، وبذلك يصعب الوصول إلى مفهوم عام وموحد للإفصاح، ما ساهم في ظهور وجهات نظر مختلفة حول مفهوم وحدود الإفصاح عن المعلومات الواجب توافرها في القوائم المالية المنشورة، وقد تجاوز هذا المصطلح تفسير وتوضيح المعلومات بل امتد إلى إضافة المزيد من المعلومات سواء كانت كمية أوصفية، فعلية أو تقديرية.

1- مفهوم الإفصاح وخصائص المعلومات الواجب الإفصاح عنها:

1-1- مفهوم الإفصاح:

هناك العديد من التعاريف التي تطرقت لمفهوم الإفصاح والتي من بينها ما يلي:

- إن الإفصاح بشكل عام هو بث المعارف أو نقل المعلومات من مصدر إنتاجها إلى مستقر الاستفادة منها أو استخدامها، فهو نقل هادف للمعلومات ممن يعلمها لمن لا يعلمها.

- وقد عرف الإفصاح من منظور محاسبي بأنه: إظهار كل المعلومات التي قد تؤثر في موقف متخذ القرار، وهذا يعني أن تظهر المعلومات في القوائم والتقارير المحاسبية بلغة مفهومة للقارئ دون لبس أو تضليل.
- كما عرف الإفصاح المحاسبي على أنه: شمول التقارير المالية على جميع المعلومات اللازمة لإعطاء مستخدم هذه التقارير صورة واضحة وصحيحة عن الوحدة المحاسبية.
- ومن جهة أخرى فقد عرف الإفصاح بأنه: تقديم المعلومات والبيانات إلى المستخدمين بشكل مضمون وصحيح وملائم لمساعدتهم في اتخاذ القرارات، لذلك فهو يشمل المستخدمين الداخليين والخارجيين في آن واحد.

نلاحظ من التعاريف السابقة أنها ركزت على ضرورة إظهار المعلومات بشكل يعكس حقيقة وضع المؤسسة دون تضليل بحيث يستطيع مستخدم هذه المعلومات الاعتماد عليها في اتخاذ القرار السليم، إلا أنها اختلفت فيما بينها حول كمية ومقدار المعلومات المقدمة إلى مستخدميها. والمستفيدون من القوائم المالية على اختلاف مستواهم الثقافي والاقتصادي والمحاسبي يتميزون بتفاوت قدراتهم في معالجة هذه المعلومات، لذلك كان لابد من التمييز بين المستخدمين أي أن وجود مستخدمين داخليين يقود إلى إفصاح داخلي موجه بالدرجة الأولى إلى إدارة الوحدة الاقتصادية، حيث يتم توصيل المعلومات إلى مستخدميها بدون أية صعوبة حيث يسهل ذلك الاتصال المباشر بين الإدارة

والمحاسب. كما أن وجود المستخدمين الخارجيين يقود إلى الإفصاح الخارجي الذي يتجلى بضرورة إعداد القوائم المالية الأساسية وهي (قائمة الدخل – قائمة المركز المالي – قائمة التدفقات النقدية).

ولكن عدم تجانس وعدم تطابق مصالح الأطراف المختلفة فيما يتعلق بشكل ومضمون القوائم المالية قاد إلى اختلاف الزاوية التي ينظرون من خلالها لهذه القوائم. فإدارة المؤسسة كطرف مسئول عن إعداد البيانات تنظر إلى الإفصاح من زاوية قد لا تتطابق مع نظرة مدققي الحسابات، وينظر رجال الأعمال إلى الإفصاح المحاسبي من زاوية تختلف عن تلك التي تنظر من خلالها جهات الرقابة والإشراف، وفي النهاية ينظر كل طرف الى الإفصاح من الناحية التي تحقق هدفه ومصلحته.

1-2- خصائص المعلومات الواجب الإفصاح عنها:

لكي تصبح المعلومات التي توفرها المحاسبة مفيدة لمستخدمي المعلومات في مساعدتهم على اتخاذ القرارات وبالتالي تحقيق الإفصاح الكافي يجب أن تتصف بالخصائص الآتية:

- **الملائمة:** يقصد بالملائمة وجود علاقة وثيقة بين المعلومات المستمدة من المحاسبة والأغراض التي تعد من أجلها، ولكي تكون هذه المعلومات مفيدة يجب أن تكون ذات علاقة وثيقة باتخاذ قرار أو أكثر من القرارات التي يتخذها من يستخدم تلك

المعلومات، أي وجود ارتباط منطقي بين المعلومة وبين القرار موضوع الدراسة، فالمعلومة الملائمة هي تلك المعلومة القادرة على إحداث تغيير في اتجاه القرار.

- **الموضوعية:** تعتبر البيانات المحاسبية موضوعية إذا أمكن تحقيقها بأدلة إثبات مستقلة وكانت خالية من التحيز الشخصي. وتعتبر الموضوعية الصفة الأساسية في القياس المحاسبي لأنها تعزز الثقة في المعلومات المحاسبية، حيث كلما زادت الموضوعية زادت إمكانية الاعتماد على المقاييس والمعلومات التي تستخدم في مختلف الأغراض الاقتصادية.
- **المصداقية:** إن الصدق في بيانات المحاسبة يعني أنها بيانات مطابقة للوقائع الاقتصادية التي تعبر عنها وأن لا تتضمن هذه البيانات أي تحريف، لهذا فإن عدم تحريف البيانات المحاسبية يعتبر أحد صفات الموضوعية. و منه توصف المعلومات المحاسبية بالمصداقية بقدر خلوها من الخطأ والتحيز، وتتميز بالصدق في تمثيل الأحداث التي تبحث في عرضها، وكذلك إمكانية مراجعتها وقياسها.
- **أمانة المعلومات:** يفضل مستخدمو المعلومات المحاسبية أن تكون المعلومات على درجة عالية من الأمانة، وهذه الخاصية هي التي تبرر ثقتهم في تلك المعلومات، كما تبرر إمكانية الاعتماد عليها حيث يجب أن تعبر عن الواقع بصدق وأن تقدم تصويرا دقيقا لجوهر الأحداث التي تنطوي عليها دون أن يعتريها تحريف أو تشوبها أخطاء.

- **حيادية المعلومات:** حيادية المعلومات اصطلاح يصف عدم التحيز بمعنى أن المعلومات المتحيزة معلومات لا يمكن الثقة بها أو الاعتماد عليها، حيث تتسم معلومات المحاسبة المالية بأنها معلومات نزيهة خالية من التحيز صوب أية نتائج محددة مسبقا، وتضع خاصية حيادية المعلومات واجباً على عاتق المسئولين على ادارة الشركة.
- **قابلية المعلومات للمقارنة وتماثلها:** تمكن هذه الخاصية مستخدمي معلومات المحاسبة المالية من التعرف على الأوجه الحقيقية للتشابه والاختلاف بين أداء المؤسسة وأداء المؤسسات الأخرى خلال فترة زمنية معينة، كما تمكنهم من مقارنة أداء المؤسسة نفسها فيما بين الفترات الزمنية المختلفة. حيث تصبح معلومات المحاسبة المالية ذات فائدة أكبر، كلما استخدمت أساليب متماثلة للقياس وكلما استخدمت طرق متماثلة للإفصاح عن الأحداث المتشابهة.
- **التوقيت الملائم:** يقصد بالتوقيت الملائم، تقديم المعلومات في حينها بمعنى أنه يجب إتاحة معلومات المحاسبة المالية لمن يستخدمونها عندما يحتاجون إليها، وذلك لأن هذه المعلومات تفقد منفعتها وفعاليتها في اتخاذ القرارات إذا لم تكن متاحة في الوقت المناسب.
- **قابلية المعلومات للفهم والاستيعاب:** إن إمكانية فهم المعلومات تتوقف على طبيعة البيانات التي تحتويها القوائم المالية وكيفية عرضها من ناحية، كما تتوقف على قدرات من يستخدمونها وثقافتهم من ناحية أخرى.

- **الأهمية النسبية:** يشير هذا المصطلح إلى الأهمية النسبية لعنصر أو حدث معين، ويتوقف حجم أي عنصر ومدى أهميته النسبية في تأثيره على متخذي القرارات، حيث أن إدراجه أو حذفه من القوائم المالية سوف يكون له أثر في الإفصاح المحاسبي، وبصفة عامة يتوقف الحجم النسبي لأي بند وأهميته على مقدار الأثر الذي يتركه في القوائم المالية (1).

2- أنواع الإفصاح عن المعلومات:

ينقسم الإفصاح من حيث نوع البيانات إلى إفصاح مالي حيث يتم نشر المعلومات المبينة للمركز المالي للشركة في وقت معين، والى إفصاح غير مالي حيث يتم نشر المعلومات المتعلقة بنشاط الشركة وحجم إنتاجها وموقفها بالنسبة لقطاع الإنتاج الذي تنتمي إليه وخطتها التسويقية ونوع المنتج إلى غير ذلك من البيانات، كما تشمل البيانات المتعلقة بالمديرين وأعضاء مجلس الإدارة وخبراتهم وتاريخهم المهني.

كما ينقسم الإفصاح من حيث العنصر الزمني والتوقيت إلى إفصاح دوري وإفصاح فوري وإفصاح شامل عند دعوة المستثمرين للاكتتاب العام أو الاكتتاب الخاص من خلال إعداد ما يسمى بنشرة الاكتتاب أو بمذكرة المعلومات Prospectus.

1- براقي تيجاني، الإفصاح المحاسبي وأثره على كفاءة الأسواق المالية الناشئة، ورقة عمل مقدمة للملتقى الدولي: السوق المالي بين النظري والتطبيق في إطار تجارب الدول العربية، جامعة عنابة،21- 22 أكتوبر 2008، بتصرف، ص 4.

فالإفصاح الدوري هو نشر المعلومات المالية بصفة دوريه خلال كل فترة قد تكون كل ربع سنة أو كل نصف سنة أو مرة كل عام على الأقل. ويشترط أن تكون تلك البيانات المالية معدة طبقا للمعايير المحاسبية والمراجعة المتفق عليها دوليا.

أما الإفصاح الفوري فهو الإفصاح فورا ولحظيا عن كافة الأحداث الجوهرية التي قد تؤثر على سعر الورقة المالية إيجابا أو سلبا، ويتم ذلك فور حدوث الحدث حتى لا تتاح الفرصة لاستغلال تلك المعلومات استغلالا سيئا لكونها معلومات داخلية يجب الإعلان عنها فورا للسوق بأكمله.

أما الإفصاح الشامل فيتم من خلال نشرات أو مذكرة المعلومات التي تعد للدعوة للاكتتاب العام أو للطرح العام، فهو من الإجراءات التي تتضمن الإفصاح الكامل عن كل المعلومات المالية وغير المالية التي تخص الشركة المعنية حيث يتسع نطاق هذا الإفصاح ليشمل العديد من هذه المعلومات [1].

1- أشرف شمس الدين، أسس الاستثمار في الأسهم وأساليب الوقاية من مخاطر الأسواق المالية، هيئة الأوراق المالية والسلع، الامارات العربية المتحدة، ديسمبر 2005، ص 26.

3- الافصاحات المطلوبة في السوق المالي:

نظرا لأهمية ودور المعلومات كمقوم من مقومات الأداء الكفء للسوق المالي في ترشيد الأداء والقرارات من خلال تقدير العوائد المتوقعة والمفاضلة بين فرص الاستثمار والمخاطرة، فإن التساؤل الذي يثار هنا هو هل يعتبر الإفصاح عن المعلومات المحاسبية والمالية كافياً أم يحتاج الأمر للإفصاح عن معلومات غير مالية ؟

في الواقع أن غالبية المستثمرين في السوق المالي يستجيبون بطريقة غير واعية لبعض المعلومات

المحاسبية والمالية وإمكانية خداعهم بسهولة وذلك لأنه لا يتوفر لديهم المقدرة والكفاءة اللازمة لتحليل وتفسير هذه البيانات، وهذا يقود إلى استنتاج وهو أن استجابة ورد فعل السوق المالي للمعلومات المحاسبية والمالية فقط سيكون استجابة غير حقيقية وسطحية دون المعلومات غير المالية المكملة والمفسرة.

لهذا فإن المحتوى الإعلامي الكامل للمعلومات يمكن تحقيقه من خلال نوعين أساسيين من المعلومات: أولهما هو المحتوى الإعلامي من المعلومات المالية وثانيهما المحتوى الإعلامي من المعلومات غير المالية والتي تعرّف على أنها كافة المعلومات بخلاف تلك الواردة بالقوائم المالية ومعظم الملاحظات المرفقة بها، وتشير أيضا إلى كافة المعلومات التي يمكن صياغتها في صورة غير مالية.

و بصورة عامة يمكن القول أن هناك مجموعة من المعلومات المطلوب الإفصاح عنها في السوق المالي و التي يندرج الجزء الأول منها تحت الإفصاح المالي، والجزء الثاني تحت الإفصاح غير المالي:

3-1- الإفصاح المالي:

تندرج تحت هذا النوع من الإفصاح المعلومات التالية:

3-1-1 المعلومات المالية:

و تقوم على المعلومات الواردة في القوائم المالية والتي حددتها معايير المحاسبة والمراجعة والمتمثلة في الميزانية، قائمة الدخل، قائمة التغير في حقوق الملكية، قائمة التدفقات النقدية، و تتضمن ما يلي:

- تقديم ملخص تاريخي للبيانات المالية الأساسية للخمس سنوات السابقة والمتمثلة في:
  - تطور حجم الأصول.
  - تطور حقوق الملكية.
  - تطور الالتزامات.
  - تطور الإيرادات.

- تطور المصروفات.
- تطور صافي الربح.
- تطور صافي التدفقات النقدية من التشغيل.
- تطور صافي التدفقات النقدية من الاستثمار.
- تطور صافي التدفقات النقدية من التمويل.
- تطور أي مؤشرات أساسية أخرى.

معلومات عن الميزانية:

- معلومات عن الأصول:

- الأصول الثابتة.
- الممتلكات العقارية.
- الأصول غير الملموسة.
- الأصول المالية.
- الاستثمارات التي يتم المحاسبة عنها بطريقة حقوق الملكية.
- الأصول البيولوجية (ان وجدت).
- أصول ضريبية مؤجلة.
- المخزون.
- الحسابات المدينة.

- أصول ضريبية متداولة.
- النقدية.
- أصول غير متداولة محتفظ بها بغرض البيع (إن وجدت).
- أصول تشمل مجموعات معدة للبيع (إن وجدت).

▪ معلومات عن الخصوم وحقوق الملكية:

- حسابات دائنة.
- مخصصات.
- التزامات مالية.
- التزامات ضريبية جارية.
- التزامات ضريبية مؤجلة.
- احتياطات.
- أرباح محتجزة.
- حصة الأقلية.
- حقوق المساهمين.
- الالتزامات المتعلقة بمجموعة أصول محتفظ بها لغرض البيع.

- يجب عرض الأمور التالية:
  - اسم القائمة.
  - تاريخ التقرير أو الفترة.
  - اسم المنشأة.
  - عملة التقرير.
  - مستوى الدقة.
  - التبويب إلى متداولة وغير متداولة اذا كان ذلك مناسبا.

- **معلومات عن قائمة الدخل:**
  - الإيرادات.
  - تكاليف التمويل.
  - حصة الشركة في ربح أو خسارة المشروعات المشتركة.
  - مصروف الضرائب.
  - العمليات غير المستمرة.
  - الأرباح أو الخسائر.
  - الأرباح أو الخسائر المتعلقة بحصة الأقلية.
  - الأرباح أو الخسائر المتعلقة بحقوق المساهمين.

- **معلومات عن قائمة التغيرات في حقوق الملكية:**

- عرض حقوق الملكية في السنة الحالية وسنة المقارنة.
- عرض التغيرات في حقوق الملكية الناتجة عن الدخل.
- عرض التغيرات في حقوق الملكية الناتجة عن المعاملات مع الملاك.
- عرض التغيرات في هيكل حقوق الملكية.

- **معلومات عن قائمة التدفقات النقدية:**

- عرض معلومات عن التدفقات النقدية من التشغيل حسب البنود الرئيسية.
- عرض معلومات عن التدفقات النقدية من الاستثمار حسب البنود الرئيسية.
- عرض معلومات عن التدفقات النقدية من التمويل حسب البنود الرئيسية.
- عرض معلومات عن المعاملات غير النقدية الخاصة بأنشطة الاستثمار والتمويل.
- عرض معلومات عن رصيد النقدية أول وآخر المدة.

- **معلومات عن السياسات المحاسبية والإيضاحات المتممة:**

- الإفصاح عن السياسات المحاسبية :

- أسس القياس المستخدمة في إعداد القوائم المالية.

- السياسة المحاسبية المستخدمة.

- الحكم أو الرأي الشخصي الذي تم استخدامه في تطبيق السياسات المحاسبية والتي أدت إلى تأثير هام على المبالغ المسجلة في القوائم المالية.

- التقديرات في حالة عدم التأكد:

القروض الأساسية عن المستقبل والمصادر الأساسية الأخرى لتقديرات عدم التأكد، والتي تعبر عن المخاطر الهامة ويمكن أن تسبب تعديلات جوهرية في القيم الدفترية المعدلة للأصول أو الخصوم في العام التالي.

- الافصاحات الأخرى:

- مقر الشركة.
- الشكل القانوني للشركة.
- عنوان المركز الرئيسي للمراسلات.
- طبيعة التشغيل أو الأنشطة الرئيسية.
- اسم المالك الأصلي والمالك الأخير.
- شروط اتفاقيات الديون.
- معلومات عن الإيجارات.
- التمويل خارج الميزانية.

- تحليل عمليات التشغيل للقطاعات الهامة.
- الأصول والالتزامات المحتملة.
- تفاصيل عن افصاحات خطة الحوافز.

▫ **معلومات دورية:**

- تقديم قوائم مالية ربع سنوية بانتظام.
- مراجعة المعلومات الواردة في القوائم المالية (فحص محدود).
- تقديم قوائم مالية ملخصة.

▫ **تقديم المعلومات اللازمة عن الأحداث التالية لتاريخ الميزانية:**

- تحديد الفترة اللاحقة.
- معلومات عن الأحداث اللاحقة المعدلة.
- الإفصاح عن معلومات الأحداث اللاحقة غير المعدلة.

▫ توزيعات الأرباح المسجلة وقائمة بالتوزيعات المستقبلية أو سياسة التوزيع.

▫ معلومات عن أي اندماج أو خصخصة وشيكة.

▫ معلومات عن الاستثمار في الشركة.

▫ نقطة التعادل للربحية لأي مكون رئيسي وحسب تبويب العملاء والمناطق الجغرافية.

عرض أرقام المقارنة (بيانات الشركة عن العام الماضي) [1].

3-1-2 المعلومات المالية الاضافية:

إن دور المعلومات المالية في السوق المالي يتوقف على مدى مساهمة تلك المعلومات في تحقيق اكتمال المحتوى الإعلامي للمعلومات بصفة عامة، و في ضوء النتائج التي أوضحتها العديد من الدراسات السابقة بعدم اكتمال هذا المحتوى في ضوء معلومات القوائم المالية فقط، و أن أحد مصادر تحقيق هذا الاكتمال هو اشتمال التقرير المالي على بعض المعلومات الإضافية المالية، و هي عبارة عن مؤشرات ترتكز على مخرجات نظام المعلومات المالي، و تؤدي هذه المعلومات الإضافية في حالة الإفصاح عنها إلى زيادة المحتوى الإعلامي للمعلومات المالية في السوق المالي. و تكاد تجمع الدراسات المحاسبية على أهمية تلك المؤشرات المالية التي يمكن الإفصاح عنها في التقرير المالي لدعم القوة التفسيرية للقوائم المالية في التأثير على مؤشرات أداء الأسهم في السوق المالي.

و يمكن توضيح أمثلة لأهم هذه المؤشرات و المتمثلة في: الربح الموزع للسهم و الذي يدل على سياسة توزيع الأرباح بالشركة، نسبة التوزيع و تدل على نسبة الأرباح التي وزعتها الشركة على المساهمين من صافي أرباحها، مضاعف السعر للعائد و يساعد 8

1 - د.طارق عبد العال، حوكمة الشركات (شركات قطاع عام وخاص ومصارف)، الدار الجامعية، طبعة مزيدة ومنقحة، 2007-2008، ص 152-157.

هذا المؤشر في تقييم جاذبية الاستثمار، مضاعف السعر للقيمة الدفترية و يشير إلى دلائل النمو المتوقع للسهم، نسبة التداول و تعبر عن السيولة المالية للشركة، نسبة الرفع المالي و تشير إلى علاقة الديون بحقوق الملكية، نسبة السيولة إلى إجمالي الأصول و تمثل نسبة الأصول المتداولة التي يمكن تحويلها إلى نقدية في فترة زمنية قصيرة إلى إجمالي الأصول، نسبة الاقتراض و تشير إلى مدى توسع نطاق أعمال الشركة من خلال الاعتماد على الاقتراض، نسبة العائد إلى الموجودات و تشير الى نسبة صافي الربح إلى إجمالي الموجودات و هي مقياس تحليلي لفاعلية استخدام الموجودات، نسبة العائد إلى حقوق المساهمين و التي تشير إلى عائد الربح على المبالغ المستثمرة بواسطة المساهمين [1].

3-2- الإفصاح غير المالي:

تندرج تحت هذا النوع من الإفصاح المعلومات غير المالية والمتمثلة في:

3-2-1 المعلومات الداخلية:

وتشتمل على المعلومات المتعلقة بالأمور الداخلية للمنشأة وقدراتها وتنظيماتها وإدارتها للوفاء بالرؤية الاستراتيجية للمنشأة وقدرتها على التنمية والتطور لصالح كل الجهات المعنية وذات الصلة. وتتمثل في المعلومات التالية:

1 - أحمد سعيد قطب حسانين، مرجع سابق، ص 22.

- معلومات عن نتائج التشغيل مثل معدلات نمو واستقرار المبيعات والإيرادات، هوامش الربحية، معدلات العائد على الاستثمار وحقوق الملكية، نسبة الطاقة المستغلة.
- معلومات عن خصائصها التشغيلية مثل طبيعة وثبات مراحل الإنتاج، هيكل ومكونات تكلفة المنتج والنمو والابتكارات.
- معلومات عن وضع الشركة في السوق كمركزها التنافسي واستراتيجياتها التسويقية.
- معلومات عن كفاءة الإدارة وفعاليتها مثل قدرة الإدارة على وضع الأهداف وتنفيذها.
- معلومات عن هيكل الاستثمارات مثل رأس المال العامل والاستثمارات طويلة الأجل، هيكل التمويل والرافعة المالية والرافعة التشغيلية.

3-2-2 المعلومات الخارجية:

و تشتمل على المعلومات المتعلقة بالأمور الخارجية للشركة و تتمثل في:

- **المعلومات الاقتصادية العامة:**

وهي المعلومات المتعلقة بالنظام الاقتصادي والأحداث الجارية سواء كانت اقتصادية أو سياسية

وترتبط هذه المعلومات بالبيئة الخارجية المحيطة.

وتتضمن هذه المعلومات مؤشرات عديدة منها المؤشرات النقدية معدلات التضخم، معدلات النمو الإجمالية للاقتصاد القومي، الوضع الحالي والمتوقع للاقتصاد القومي بصفة عامة وللأسواق المالية بصفة خاصة.

- **معلومات عن الصناعة:**

يحتاج المستثمر إلى معلومات مفصلة عن الصناعة التي تعمل فيها الشركات المستهدفة للاستثمار،

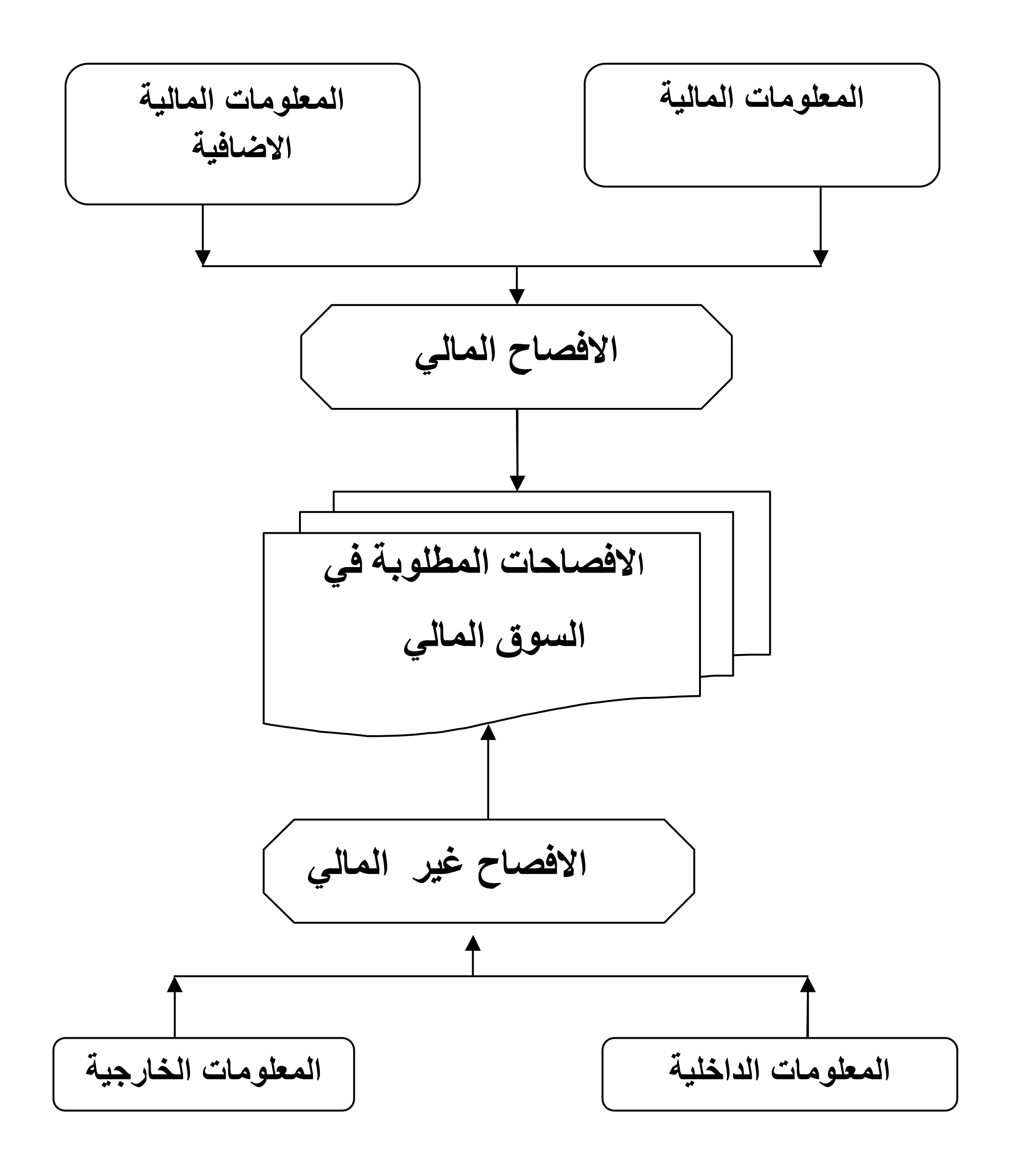
فلكي يختار المستثمر مجالاً ما لاستثماره لابد أن يكون على علم بما يحدث فيه ومؤشراته المختلفة. ومن هذه المعلومات على سبيل المثال: استمرار واستقرار معدلات نمو الصناعة، الطلب على منتجاتها، اتجاهات الإنتاج بها على المدى القصير والطويل، الاتجاه العام لأرباح هذه الصناعة...الخ.

- **معلومات عن الظروف الاجتماعية:**

و تشمل معلومات عن السلوكيات والأخلاقيات وحقوق الأطراف المعنية، والتزاماتهم وواجباتهم والتشريعات والضوابط التي تحكمها والمستويات الحضارية والتعليمية والثقافية.

و يمكن تلخيص ما سبق في الشكل (6) والذي يبين أن الإفصاح المطلوب في السوق المالي بمقوماته الحديثة يشتمل على نوعين من الافصاحات المتكاملة والمتلازمة هما الإفصاح المالي والإفصاح غير المالي.

الشكل رقم (6): إطار الإفصاح المطلوب في سوق الأوراق المالية الحديث



المصدر: د. أحمد سعيد قطب حسانين، تطوير الإفصاح المحاسبي لدعم القدرة التفسيرية للمعلومات المالية في سوق الأوراق المالية السعودية،2006، بتصرف، ص29.

نستخلص مما سبق أن درجة الإفصاح تتأثر بالمعلومات ومدى توافرها على عدد من الصفات للحكم على كفاءتها، وأهمها أن تكون هذه المعلومات ملائمة للقرارات التي سيتخذها أغلب المستفيدين منها، وأن تكون هناك ثقة في هذه المعلومات بالإضافة الى قابليتها للمقارنة وإتاحتها في الوقت المناسب، فالمعلومات التي يتم الإفصاح عنها ليست إلا أداة تتوقف منفعتها على مدى الاستفادة منها.

و لهذا فإن الإفصاح يحقق العديد من المزايا للمستثمرين والدائنين وإدارة المشروع وغيرهم من المستفيدين، حيث يقتضي اعلام متخذي القرارات الاقتصادية بالمعلومات المهمة، ويهدف الى ترشيد عملية اتخاذ القرارات والاستفادة من استخدام الموارد بكفاءة مما ينعكس على زيادة درجة كفاءة الأسواق المالية والاقتصاد ككل.

و في هذا السياق فقد ظهرت العديد من القوانين والتشريعات التي تدعوا الى تطوير وتدعيم معايير العرض والإفصاح عن المعلومات لكي تتواءم مع الاحتياجات الحديثة لسوق المال من أجل ترشيد قرارات الاستثمار في هذه الأسواق والتي من بينها قانون Sarbanes-Oxley.

4- قانون Sarbanes-Oxley كمعيار منظم للإفصاح عن المعلومات:

لقد أثار الجدل في أسواق المال ولا سيما في الولايات المتحدة الأمريكية حول مدى فاعلية مهنة المحاسبة والمراجعة في القيام بدورها في هذا المجال وذلك بعد العديد من الانهيارات المالية لعـــدد من الشركـات الأمريكية خلال عام 2002، وهو ما دفع المشرع الأمريكي لإصدار قانون جديد يسمى " Sarbanes-Oxley Act " الذي يشكل أهم اصلاح في الولايات المتحدة بعد قانون الأمن سنة 1934، حيث جاء هذا القانون مؤكدا على أهمية انتهاج آليات دورية وسريعة لإحداث الإفصاح والشفافية الفعالة، وكذلك أوجد التشريع الجديد لجان مراجعة داخلية تتشكل من أعضاء مستقلين لمتابعة أعمال المراجعة بحيادية تامة، حيث يهدف هذا القانون إلى تعزيز حوكمة الشركات وتوفير أفضل حماية للمستثمرين، وهو يطبق على الشركات المدرجة في بورصة الولايات المتحدة الأمريكية [1].

و يتضمن ستة محاور رئيسية تعمل بالأساس على تدعيم الإفصاح والشفافية في المعلومات المالية:

---

1 - Pascal Vidal, Vincent Petit, Systèmes d’information organisationnels, Pearson Education France, 2e édition 2009, p356.

4-1 المصادقة على الحسابات :

على المدير التنفيذي (CEO) والمدير المالي (CFO) المصادقة على البيانات المالية المنشورة وهذا ما ينص عليه القسم 302 من قانون Sarbanes Oxley، حيث يندرج هذا القسم ضمن العنوان الثالث للقانون الخاص بمسؤولية الشركات وهو بعنوان مسؤولية الشركات عن التقارير المالية.

وفقا لهذا القسم المدير التنفيذي (CEO) والمدير المالي (CFO) أو الأشخاص الذين يعملون في وظائف مشابهة ملزمون بالمصادقة على أن التقارير المالية الدورية والقانونية يجب أن تشتمل على ما يلي:

- أن تتم مراجعة التقارير من طرف الموظفين المسئولين عن توقيعها.
- أن لا يحتوي التقرير على أية بيانات غير صحيحة أو بيانات مضللة أو بيانات تم اغفالها.
- أن تقدم البيانات المالية والمعلومات ذات الصلة بصورة عادلة وصحيحة الحالة المالية ونتائج العمليات المتعلقة بالفترات الزمنية للتقرير.
- الموظفون المسئولون عن التوقيع، مسئولون عن الرقابة الداخلية وعن تقييمها خلال التسعين يوما الماضية وأن يقوموا بتقديم تقرير عن النتائج التي توصلوا اليها.

- اعداد قائمة بالنقائص الموجودة في أنظمة الرقابة الداخلية وأية معلومات حول أي عمليات غش خاصة بالموظفين الذين يعملون في الأنشطة الداخلية.
- أي تغييرات كبيرة في أنظمة الرقابة الداخلية أو العوامل ذات الصلة التي يمكن أن يكون لها أثر سلبي على الرقابة الداخلية [1].

4-2- محتوى التقارير:

تلتزم الشركات المدرجة في السوق المالي بأن تقدم معلومات إضافية أو تكميلية إلى هيئة الأوراق المالية(SEC) وذلك لتحسين وصول المعلومة وزيادة الموثوقية الخاصة بها، حيث تقوم هذه الشركات بالإعلان عن التسويات المحاسبية، البنود خارج الميزانية وكذلك التغييرات في ملكية الأصول المملوكة من طرف المسيرين بالإضافة إلى قانون أخلاقيات العمل الخاص بالشركة [2]. وهذا ما نص عليه القسم 401 من قانون Sarbanes Oxley والذي يندرج ضمن العنوان الرابع للقانون الخاص بتعزيز الإفصاح المالي، وهو بعنوان الافصاحات في التقارير المالية (بنود خارج الميزانية).

إن إفلاس شركة انرون Enron وجه الانتباه إلى بنود خارج الميزانية العمومية والتي تم استخدامها بطرق احتيالية، و زاد التركيز على هذه البنود خاصة بعد افلاس

1 - Sarbanes Oxely Act Section 302, www.soxlaw.com.
2 - Caroline Selmer, Toute la fonction finance, édition Dunod, Paris, 2006, P 29.

The Lehman Brothers والتي قامت بتحريك الأصول والديون خارج الميزانية لجعل وضعيتها المالية تبدو أكثر ملاءمة للمستثمرين.

و على إثر هذه الحادثة فرض قانون Sarbanes Oxley الكشف والإفصاح عن كل العناصر المالية الموجودة خارج الميزانية العمومية، وأن تقوم Securities (SEC) and Exchang Commission بدراسة وتقديم تقرير لمدى استخدام هذه البنود وعما إذا كانت المبادئ المحاسبية مطبقة بشكل كاف في هذه البنود [1].

4-3- الدور الرقابي لهيئة الأوراق المالية:

تعمل هيئة الأوراق المالية على فرض رقابة منتظمة على الشركات المدرجة وذلك لتعزيز مفهوم الإفصاح وتوفير المعلومات للمستثمرين من خلال عدة محاور هي:

- تعزيز ثقافة الإفصاح: وذلك من خلال توعية الجهات المصدرة للأوراق المالية والأشخاص المطلعين على المعلومات باتجاه هذا الموضوع ليصبح هناك ثقافة مجتمعية عامة تجعل من الإفصاح ممارسة طبيعية.
- وضع التشريعات اللازمة ومتابعة تنفيذ هذه التشريعات بما يكفل إلزام كل الجهات ذات العلاقة بالإفصاح عن المعلومات وتوفيرها للمستثمرين.

1 - Sarbanes Oxley Act, www.wikipedia.org .

- توعية المستثمرين عموما لأهمية المعلومات وحقهم بالحصول عليها ومحاسبة الجهات ذات العلاقة عن أي تقصير في هذا المجال.
- عدم السماح بأي استفادة من المعلومات غير المعلن عنها ومتابعة ومراقبة كل من يحقق أي ميزة استثمارية ناتجة عن امتلاك معلومات غير معلن عنها.

4-4- لجان المراجعة وقوانينها:

تتضمن إنشاء لجان مراجعة مستقلة تشرف على عملية المراجعة وهي مسئولة عن الاختيار والإشراف على المدققين، ويجب أن تضع إجراءات لتلقي ومعالجة المطالب أو الشكاوي المتعلقة بالمحاسبة، والرقابة الداخلية والمراجعة، وذلك من خلال معالجة سرية لتعليقات موظفي الشركة حول المشاكل المحاسبية أو المراجعة، وهذا ما نص عليه القسم 301 من قانون Sarbanes Oxley حيث يندرج هذا القسم ضمن العنوان الثالث للقانون الخاص بمسؤولية الشركات وهو بعنوان لجان المراجعة العامة للمؤسسة.

و ينص هذا القسم على أنه ينبغي على الشركات المدرجة في البورصة أن يكون لديها لجنة تدقيق الحسابات، وتتألف هذه اللجنة من مدراء مستقلين والتي تعمل كرقيب

على الاجراءات التي يتخذها المجلس. علاوة على ذلك، لجنة التدقيق مسئولة بصفة مباشرة عن أي تغيير أو تعيين أو الاشراف على أي مراجع خارجي[1].

4-5- إنشاء هيئة رقابة عامة لمحاسبة الشركات (PCAO):

لقد تم إنشاء هيئة تنظيمية ورقابية جديدة تشرف على مكاتب التدقيق، وضع المعايير، اجراء التحقيقات، معاقبة الأشخاص الطبيعيين أو المعنويين الذين لا يحترمون القوانين، وذلك بالاعتماد على هيئة الأوراق المالية، وتشمل هيئة الرقابة العامة لمحاسبة الشركات 5 أعضاء[2]، حيث ينص القسم 101 من قانون Sarbanes Oxley والذي يندرج ضمن العنوان الأول للقانون الخاص بهيئة الرقابة العامة لمحاسبة الشركات وهو بعنوان إنشاء أحكام إدارية.

على أنه تم إنشاء هيئة الرقابة العامة لمحاسبة الشركات " Public Company (PCAOB)Oversight Board Accountin للإشراف على مراجعة الحسابات العامة للشركات والتي تخضع لقوانين الأوراق المالية، من أجل حماية مصالح المستثمرين وزيادة المصلحة العامة في إعداد تقارير مستقلة تحتوي على معلومات دقيقة للشركات والمستثمرين الذين يتم التعامل معهم ببيع أو شراء للأوراق المالية. كما أن

1 -Bernhard Kuschink, The Sarbanes Oxley Act: Big Brother is Watching You, or Adequate Measures of Corporate Governance Regulation, p 71, www.*businesslaw.newark.rutgers.edu/RBLJ_vol5_no1_kuschnik.pdf*
2 -Hervé Stolowy, Edouard Pujol, Mauro Molinari, Groupe HEC, Audit financier et contrôle interne: L’apport de la loi Sarbanes-oxley, P3, www.cairn.info.

للجنة شخصية اعتبارية، وتعمل كشركة لا تهدف لتحقيق الربح، وتتمثل واجبات الهيئة في:

- تسجيل شركات المحاسبة العامة التي تعد تقارير مراجعة للشركات المصدرة للأوراق المالية.
- انشاء، اعتماد أو تعديل المعايير المرتبطة بالتدقيق، جودة الرقابة، الأخلاق، الاستقلالية وأي أمر آخر متعلق بإعداد تقارير مراجعة الحسابات.
- التفتيش الروتيني لشركات المحاسبة العامة المسجلة.
- تشجيع الامتثال لقانون Sarbanes Oxley وقوانين الأوراق المالية من خلال التحقيق ومعاقبة المخالفين.
- اعداد ميزانية لكل سنة وتقديمها لهيئة الأوراق المالية (SEC) للموافقة عليها.
- و يمكن لهيئة الرقابة العامة لمحاسبة الشركات (PCAOB) أن تقوم بواجبات أو وظائف أخرى عند الضرورة لتعزيز المعايير المهنية، وتحسين نوعية عمليات المراجعة المستقلة للبيانات المالية، وحماية مصلحة المستثمرين. ان هذه الواجبات تشترك في شيء واحد وهو أنها تركز على زيادة ثقة المستثمرين في التقارير المالية وتعزيز المشاركة في الأسواق الأمريكية والدولية [1].

1 - Public Law 107-104 Sarbanes Oxley Act of 2002, www.gpo.gov.

6-4 فرض العقوبات:

لقد تم الاهتمام بفرض عقوبات بدرجة كبيرة على مختلف التجاوزات، وهذا ما نص عليه القسم 802 من قانون Sarbanes Oxley [1]. حيث يندرج هذا القسم ضمن العنوان الثامن الخاص بالشركات وجرائم الغش المحاسبي، وهو بعنوان العقوبات الخاصة بجرائم تغيير الوثائق.

حيث يفرض هذا القسم من القانون عقوبات على شكل غرامات مالية أو ما يصل الى 20 سنة سجنا لتغيير، إتلاف، إخفاء، تزوير سجلات أو وثائق أو أشياء ملموسة بقصد العرقلة أو التأثير على التحقيق القانوني.

هذا القسم أيضا يفرض عقوبات على شكل غرامات أو سجن لمدة تصل الى 10 سنوات على أي محاسب ينتهك عمدا وعن علم متطلبات مراجعة جميع وثائق التدقيق أو المراجعة لمدة 5 سنوات (2).

- يعتبر قانون Sarbanes Oxley من الأطر القانونية التي تعمل على تعزيز قواعد الإفصاح والشفافية المالية، كما يعتبر من الضوابط التي تلزم الشركات بالتقيد بمتطلبات الشفافية في اعداد التقارير المالية من خلال الإفصاح عن البيانات والمعلومات بصورة واضحة، دقيقة وصحيحة، والعمل على مراقبة أداء لجان المراجعة وتقييم مدى فاعلية نظام الرقابة الداخلية وذلك من أجل ضمان حماية المستثمرين وإعادة ثقتهم في التقارير والمعلومات التي تنشرها الشركات.

---

1 - Hervé Stolowy, Edouard Pujol, Mauro Molinari, op.cit, P4, www.cairn .info.

2 - Sarbanes Oxely Act Section 208, www.soxlaw.com.

ثانيا: أثر الشفافية المالية للمعلومات على كفاءة الأسواق المالية

تعتمد كفاءة الأسواق المالية بشكل أساسي على مقدار الثقة التي يضعها المستثمرون في المعلومات المتاحة والمنشورة من حيث مصداقيتها، شفافيتها وموضوعيتها، وترتبط أهمية المعلومات بمفهوم الكفاءة حيث أن هذه الأخيرة تتحدد بمدى انعكاس المعلومات بأسعار الأوراق المالية لكي تكون تلك الأسعار عادلة تعكس القيمة الحقيقية للأوراق المالية، بمعنى أن أي خلل في هذه المعلومات سيؤثر حتما على كفاءة السوق المالي.

1- دور المعلومات المالية في الرفع من كفاءة السوق المالي:

تمثل المعلومات مجموعة من البيانات التي يتم تجهيزها للمتعاملين، و هي ذات قيمة تتعلق بالعمليات الجارية أو المستقبلية لاتخاذ القرار، وتعمل أساسا على تنمية و زيادة المعارف و تخفيض مخاطر عدم التأكد.

و تتوقف كفاءة الأسواق المالية على مدى توافر المعلومات والبيانات وشفافيتها للمستثمرين من حيث سرعة تواجدها وعدالة فرص الاستفادة منها وتكاليف الحصول عليها.

حيث تلعب المعلومات دورا هاما في أسواق المال فهي تساعد المستثمرين على اتخاذ قرارات شراء وبيع الأوراق المالية المختلفة، لأن المعلومات تساعد على تحديد العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للورقة المالية، وقد تبين مما سبق أن من أهم خصائص السوق المالي الكفء أن يعكس أسعار توازن الأسهم وهي الأسعار التي تجعل عائد السهم يتناسب مع درجة الخطر المرتبطة به ويتوقف ذلك على مدى توافر المعلومات وتماثلها بالنسبة لجميع المستثمرين وعلى فهم وتحليل وتفسير هذه المعلومات.

لذلك يمكن القول بأن المعلومات المتاحة تساعد المتعاملين في السوق المالي على تحديد معدل العائد المطلوب على الاستثمارات المختلفة وفقا لدرجة الخطر المرتبطة بها، لأن قرارات الاستثمار في الأوراق المالية من القرارات الاقتصادية التي تتخذ في ضوء المعلومات المنشورة. أما على مستوى الاقتصاد ككل فإن توافر المعلومات يلعب دورا هاما في تحقيق الآلية الخاصة بالسوق المالي من حيث تحقيق التوازن بين العائد والخطر وتخفيض درجة عدم التأكد فيما يتعلق بالاستثمار مما يترتب عليه زيادة حجم السوق، زيادة المتعاملين وزيادة حجم التعامل، ويؤدي ذلك في النهاية إلى تحقيق أهداف التنمية الاقتصادية، حيث أن الأسواق المالية التي تتميز بالكفاءة تساعد على رفع كفاءة مشروعات الأعمال وتنشيط الاقتصاد والتنمية[1].

---

1 - M.Angels de frutos, Carolina Manzano, Trade disclosure and price dispersion, Journal of finance Markets, Volume 8, May 2005, p 203.

و تشير المعلومات والبيانات المرتبطة بالسوق المالي إلى هيكل متكامل أو نظام شامل للمعلومات يشمل التقارير الصحفية المتخصصة والإصدارات الخاصة بالصناعة والاقتصاد ككل وتنبؤات المحللين الماليين، لذلك فإن التقارير المالية التي تنشرها الشركات ليست هي المصدر الوحيد للمعلومات.

أما في الدول النامية فإن التقارير المالية والقوائم الختامية والميزانيات تمثل المصدر الرئيسي للحكم على الشركات وتقدير قيمة أسهمها تمهيدا للتعامل بها سواء شراء أو بيعا، لذلك يقع على إدارة المشروع عبء إعداد الحسابات للشركات والإفصاح عن المعلومات الملائمة والتي يمكن الاعتماد عليها بدرجة ثقة عالية واستخدامها للحكم على درجة نجاح المشروع في استغلال الموارد المتاحة الاستغلال الأمثل، كما يمكن استخدامها أيضا كمؤشر للأداء في المستقبل، أي أن توفير المعلومات الملائمة لجميع المتعاملين في السوق المالي يعتبر من العوامل الأساسية لنجاح إدارة المشروع في التعامل مع السوق.

و خلاصة ما سبق أن الكفاءة في السوق المالي سوف تتوقف على كفاءة نظام المعلومات المالية السائد حيث أن نجاح السوق المالي يتوقف على الآتي:

- إظهار أهمية الإعلان المالي ودوره في ضبط حركة السوق وهو ما يعرف بمعيار الإفصاح العام، الذي يؤدي إلى توفير قدر كافي من المعلومات الملائمة التي تتصف

بالدقة والموضوعية والتي يمكن استخدامها في المفاضلة بين فرص الاستثمار المختلفة.

- توافر المعلومات المالية التي تعكس المركز المالي للشركات التي تتداول أسهمها في السوق المالي بحيث يتم تقدير القيمة الحقيقية لأسهم الشركات وتقييم الموقف المالي لها.
- توافر نوعيات مختلفة من الأوراق المالية للتداول بحيث يكون لكل منها خصائصها ودرجة الخطر المرتبطة بها لكي تلبي احتياجات المستثمرين[1].

2- أثر عدم تماثل المعلومات على السوق المالي:

إن عدم تكافؤ الفرص في الحصول على المعلومات يمكن أن يؤثر تأثيرا سلبيا على قرارات المستثمرين من ناحية وعلى كفاءة السوق المالي من ناحية أخرى، أي أن عدم تماثل المعلومات مثل امتلاك بعض المتعاملين لمعلومات لا يملكها الآخرون (مثل كبار العاملين في الشركات الذين يكتسبون معلومات معينة يتم حجبها عن المستثمرين بهدف تحقيق عائد غير عادي وذلك قبل نشرها في التقارير والقوائم المالية) يمكن أن يؤدي إلى آثار سلبية عديدة، فإذا شعر المستثمرون بعدم المساواة في المعلومات بالنسبة لورقة مالية معينة سوف يحجمون عن التعامل بها وبالتالي ينخفض حجم العمليات في السوق ويتناقص حجم السوق نتيجة لتناقص عدد الأوراق المالية المباعة والمشتراة

1 - أ.د محمد الحناوي، نهال فريد مصطفى وآخرون، مرجع سابق، ص90.

في فترة زمنية معينة، وبالإضافة الى ذلك فإن عدم تماثل المعلومات في السوق المالي يمكن أن ينعكس في شكل اتساع مدى السعر مما يؤدي إلى زيادة تكلفة العمليات وتناقص السيولة وبالتالي تناقص عدد المتعاملين في السوق، أي أن توفر المعلومات بشكل غير عادل سوف يحول السوق المالي إلى سوق للمضاربة الغوغائية وهي مضاربة غير علمية تؤدي إلى تسعير خاطئ للأوراق المالية مما يؤدي في النهاية إلى التخصيص غير الكفء للموارد المتاحة [1].

و هذا لا يعني أن فئة المحللين يحققون أرباح عالية بطرق غير قانونية، و إنما هي نتاج الخبرة و الدراسة و التحليل الاستثماري الدقيق.

مما سبق نستخلص أن عدم كفاءة نظام المعلومات لأي سبب من الأسباب سوف يؤدي إلى عدم التكافؤ بين المتعاملين في السوق في الحصول على المعلومات والاستفادة منها والذي سيؤدي الى إضعاف كفاءة السوق، فالعمل على نشر البيانات والمعلومات المالية في الوقت غير المناسب سوف يؤدي بدوره إلى عدم كفاءة نظام المعلومات وهنا قد تسود ظاهرة عدم تماثل المعلومات وتحقيق البعض لعوائد غير عادية.

و بالتالي يمكن القول أن غياب الشفافية في نشر المعلومات المالية سيقلل من جودة المعلومات التي تتضمنها التقارير والقوائم المالية المنشورة وبالتالي لا يمكن للمستثمرين

1 - M.Angels de frutos, Carolina Manzano, op. Cit، p 191-192.

اتخاذ قرارات رشيدة، أي أن نظام المعلومات غير الكفء يجعل السوق المالي غير كفء مما يؤدي إلى انصراف المدخرين عن توظيف أموالهم وتجد الشركات صعوبات عديدة في الحصول على التمويل المناسب في هذا السوق.

3- كفاءة السوق المالي ونظام المعلومات المالية:

يعرف نظام المعلومات على أنه مجموعة من القواعد و الاجراءات التي تكفل انسياب المعلومات المناسبة الى المستثمر لاتخاذ القرار الكفء أو التصرف الأحسن في وقت معين.

في ضوء التحليل السابق يمكننا أن نستنتج أن هناك اتفاق بين الباحثين أن أسعار الأسهم في السوق المالي تعكس المعلومات المتاحة، أما الخلاف فينحصر في نوعية المعلومات ومدى سرعة استجابة الأسعار لها، ويمكن تصنيف هيكل المعلومات المرتبطة بالأوراق المالية إلى ثلاثة أنواع:

- معلومات تاريخية: وتعبر عن بيانات سابقة مثل أسعار الأسهم وعوائدها في الماضي.
- معلومات عامة: متاحة للنشر تعبر عن الظروف الحالية الخاصة بالاقتصاد ككل أو بالصناعة أو بالشركة المصدرة للأسهم.
- المعلومات الخاصة: وهي التي تتاح إلا لفئات متميزة مثل كبار العاملين في الشركة.

لذلك واستنادا إلى مفهوم كفاءة السوق المالي يمكن القول:

- أن كفاءة السوق المالي تقاس بالنسبة لهيكل معلومات معين ولا تعبر عن مفهوم مطلق وإنما الكفاءة في الواقع مفهوم نسبي مرتبط بنوعية المعلومات التي يمكن أو لا يمكن استخدامها للتنبؤ بالأسعار.
- أن مفهوم الكفاءة يتعلق أساسا بالعلاقة بين المعلومات وبين أسعار الأوراق المالية.
- أثبتت الدراسات الميدانية (في الولايات المتحدة) أن الأسواق المالية تتميز بالكفاءة من الشكل شبه القوي ولكنها رفضت الشكل القوي.
- أن العلاقة بين المعلومات المالية وبين أسعار الأوراق المالية - وهو ما يعرف بمفهوم كفاءة السوق- تؤثر على طلب المستثمر على المعلومات كما تؤثر على سلوك المستثمر نفسه. فإذا شعر المستثمر أن السوق كفء سوف يلجأ إلى اتباع استراتيجية بسيطة لتشكيل محفظة الأوراق المالية وبالتالي سوف يقل طلبه على المعلومات، أما في حالة شعوره بعدم الكفاءة فقد يدفعه ذلك إلى البحث عن المعلومات وتحليلها أو الاستعانة بالآخرين (الوسطاء والمحللين الماليين) وذلك في محاولة لتحقيق عوائد غير عادية.
- أن الهدف من دراسة كافة البيانات والمعلومات الخاصة بالسوق المالي هو التوصل إلى الأسهم ذات الخلل السعري وذلك على أمل تحقيق إيرادات غير عادية كنتيجة لاختلاف القيمة السوقية للورقة المالية عن قيمتها الحقيقية، وسوف يؤدي ذلك إلى

زيادة الطلب على الأسهم المسعرة بأقل من قيمتها الحقيقية فيرتفع سعرها، وانخفاض الطلب على الأسهم المسعرة بأكبر من قيمتها الحقيقية وبالتالي تتجه الأسعار نحو التوازن.

معنى ذلك أن التحليل المالي يعد وسيلة هامة وخطوة رئيسية لتحقيق الكفاءة في السوق المالي لأن أسعار جميع الأسهم لن تعكس القيم الحقيقية في جميع الأوقات، وبالتالي سوف تظهر من وقت لآخر فرص للاستفادة من تحليل المعلومات المالية، وتحقيق بعض العوائد غير العادية وذلك في فترة قصيرة. ومع مرور الوقت وتزايد المعاملات سوف تقترب القيمة السوقية للورقة المالية من قيمتها الحقيقية وذلك بفضل التحليل المالي الذي يساعد على تقديم المعلومات التي يعتمد عليها المستثمرون في اتخاذ القرارات الرشيدة التي تساهم في النهاية في تخفيض التباين بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية (1).

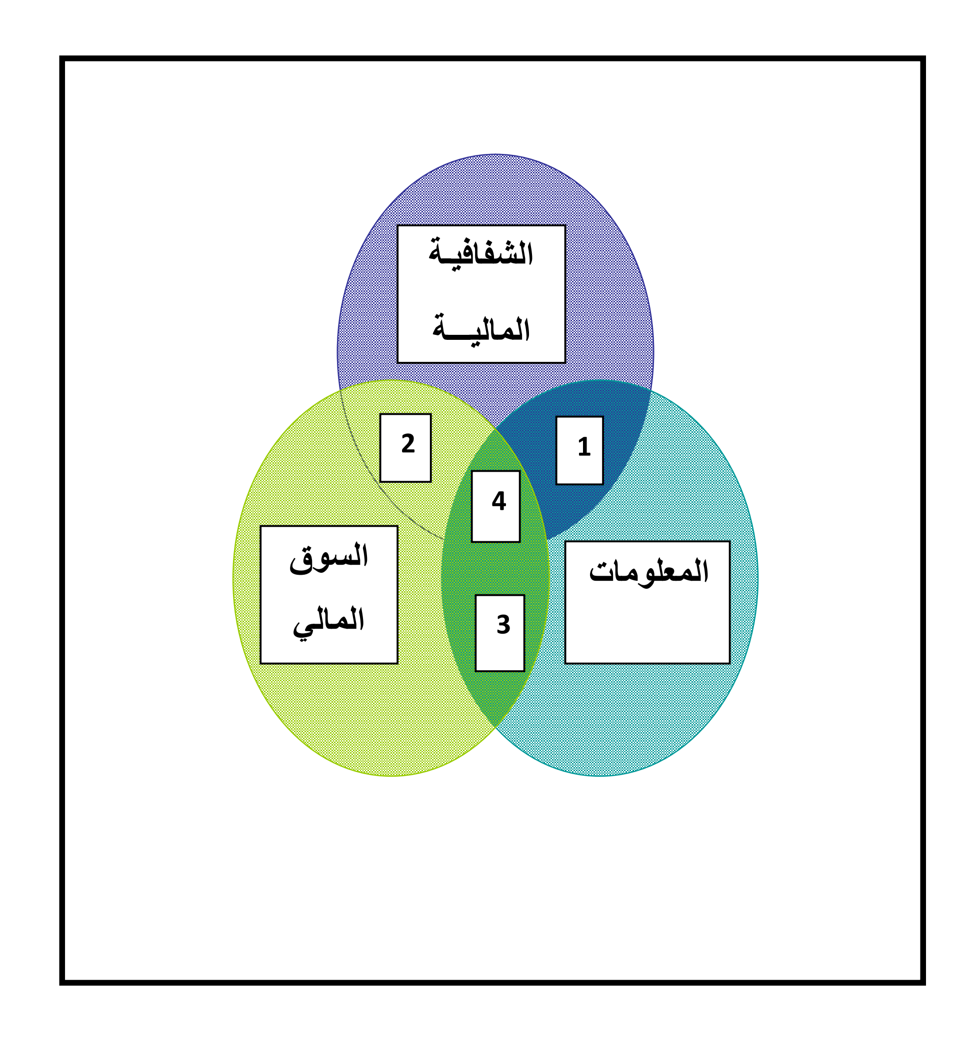
1- د.محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم ، الدار الجامعية، 2008، ص 134- 136 .

و كحوصلة عما تم تقديمه فإنه يمكن إبراز العلاقة بين الشفافية المالية للمعلومات وأثرها على السوق المالي كما يلي:

إن أحد أهم دوافع الاهتمام بتطبيق الشفافية المالية هو إعادة ثقة المتعاملين في السوق المالي وذلك نتيجة لعدم دقة البيانات والمعلومات بها وما تتضمنه من أخطاء.

ويعد مبدأ الإفصاح والشفافية وما يحمله في طياته من إعداد ومراجعة المعلومات والإفصاح عنها بما يتفق والمعايير عالية الجودة أداة يتم من خلالها توفير المعلومات السليمة للمستخدمين في الوقت المناسب وبالتكلفة الملائمة.

لذا يمكن القول بأن هناك ارتباط وثيق بين الشفافية المالية والمعلومات والسوق المالي والتي يمكن توضيحها في الشكل رقم (7) كالآتي:



شكل رقم (7) العلاقة بين الشفافية والمعلومات والسوق المالي

يلاحظ من الشكل السابق، أن المنطقة رقم (1) تمثل الدور المتبادل بين كل من الشفافية المالية وبين المعلومات بصفة عامة بعيداً عن علاقتها بالسوق المالي، في حين تمثل المنطقة رقم (2) الأثر المتبادل بين تطبيق مبدأ الشفافية المالية وانعكاساته على السوق المالي بصفة عامة بعيداً عن دور المعلومات (وإن كان يصعب ذلك عمليا)، أما المنطقة (3) فإنها تمثل الأثر المتبادل بين المعلومات والسوق المالي متمثلاً في تأثير المعلومات علي حركة التداول وأسعار الأسهم وغيرها من الأوراق المالية والعائد المحقق، في حين تمثل المنطقة رقم (4) منطقة الأداء المتميز وهي محل الاهتمام لأنها نقطة التقاء وترابط العناصر الثلاثة والتي تتمثل في التطبيق الفعال للشفافية المالية وما ينتج عنها من توفير المعلومات ذات الجودة العالية وبالتالي ينشط السوق المالي بما يؤدي إلى الرفع من كفاءته، وتمثل هذه المنطقة الهدف الذي يسعى البحث إلى تحقيقه حتى تكتمل منظومة الأداء الشامل والمتطور للشركات داخل المجتمع.

و وجود المنطقة (4) أصبح أمراً ضرورياً لأنه لا يتصور وجود أي شركة تقوم بتطبيق مبدأ الشفافية المالية ولا تنتج معلومات ذات جودة عالية ولا يكون لها تأثير مباشر أو غير مباشر على أسعار وحركة أوراقها المالية المتداولة في السوق المالي.

يتضح مما سبق الأثر الواضح للمعلومات بصفة عامة على السوق المالي، كما اتضح أن توفر الشفافية يساعد في القضاء على سلبية هذه المعلومات في القيام بدورها تجاه تنشيط حركة السوق المالي، في حين أن الالتزام بتطبيق مبدأ الشفافية أدى إلى شمول

مفهوم جودة هذه المعلومات بحيث أصبحت تتضمن مجموعة من المعايير المتعددة، لذا فإن تحقيق جودة المعلومات المالية بمفهومها الشامل في ظل الشفافية المالية سوف ينعكس على كفاءة السوق المالي، ويمكن تلخيص ذلك في الشكل التالي:

تحقق **ترفع**

الشفافية المالية ←——— جودة المعلومات ←——— كفاءة السوق المالي

نلاحظ أن:

- قدرة المعلومات في التأثير على السوق المالي سواء بالإيجاب أو السلب تتزايد مع تزايد تحقق شفافية هذه المعلومات.

- من الدوافع الهامة والأساسية لظهور وتطبيق مبدأ الشفافية المالية هو إعادة الثقة في المعلومات وإحكام الرقابة عليها، للارتقاء بمفهوم جودة وشفافية هذه المعلومات من الجودة ذات المعيار الواحد إلى تحقيق الجودة ذات المعايير المتعددة مما يعني تحقيق المفهوم الشامل لجودة المعلومات عامة.

4- الآليات المقترحة لتعزيز كفاءة الأسواق المالية:

من واقع الأسواق المالية وما يواجهها من عوائق تحول دون قدرتها على استقطاب المدخرات وتوجيهها الى أوعية استثمارية مربحة ذات الكفاءة العالية والفعالية، أصبح من الضروري البحث عن سبل وآليات لتعزيز كفاءة الأسواق المالية وتنشيط أدائها، وعلى هذا الأساس نقدم مجموعة من العوامل التي تدعو إلى ضرورة الأخذ بها لتطوير السوق المالي ورفع مستوى كفاءته:

▫ تعزيز الدور الرقابي للسوق:

و ذلك من خلال فصل الجهاز الرقابي المعني بإصدار القواعد المنظمة لتداول الأوراق المالية عن ادارة البورصة التي يجري تداولها فيها، والعمل على استكمال الاطار التشريعي بسن قوانين العمل المناسبة، كقانون الشركات، قانون السوق المالي واللوائح التنفيذية، قانون الاستثمار، والقوانين العامة ذات الصلة والتأثير المباشر على السوق، وتتضمن عمليات الرقابة تلك ما يلي:

- الرقابة على الشركات المدرجة في السوق.
- الرقابة على الوساطة وصناديق الاستثمار.
- الرقابة على التداول.

▫ تعزيز الشفافية والإفصاح:

ذلك بإصدار نشرة يومية وأسبوعية وشهرية وسنوية تتضمن معلومات عامة عن السوق، وقرارات مجلس الادارة، ومعلومات عن أحجام التداول ومؤشرات الأسعار، وابرام اتفاقيات مع شركات عالمية لنشر المعلومات الخاصة بالتداول بصورة آنية، كذلك من الضروري على الأسواق القيام بنشر بياناتها على شبكة الانترنت لمزيد من التعريف بالفرص الاستثمارية المتاحة من خلال:

- الالزام بالنشر في الصحف واسعة الانتشار، مع فرض غرامات على الشركات التي لا تلتزم بذلك.
- تشجيع انشاء شركات متخصصة في تحليل البيانات والمعلومات ونشرها.
- تشجيع الشركات على انشاء مراكز للمعلومات بها.
- اصدار تشريع لقواعد مهنة المحاسبة والمراجعة.
- الزام الشركات المقيدة بإعداد قوائمها المالية وفقا لقواعد المحاسبة الدولية حتى يتمكن المستثمر المحلي والأجنبي من تقييم أداء هذه الشركة، وحتى تستفيد من مزايا الطرح العام في الأسواق العالمية.

- ▫ **تعميق الوعي الاستثماري:**

و ذلك بتشجيع صغار المدخرين على الادخار طويل الأجل، وذلك بتعريفهم بالفرص المتاحة للاستثمار في الأوراق المالية والمزايا المترتبة عنها، وهو ما يتطلب ضرورة تنمية وتطوير الاعلام الاستثماري.

- ▫ **تشجيع الاستثمار الأجنبي:**

بإدخال تعديلات على قوانين الاستثمار وفتح المجال أمام الاستثمارات الأجنبية وإزالة العوائق التي تحول دون دخولها.

- ▫ **تعديل الأنظمة الضريبية:**

من خلال تعديل أو الغاء بعض منها كالضرائب على العوائد الجارية والضرائب على الأرباح الرأسمالية الناتجة عن التعامل بالأوراق المالية، وذلك بهدف تشجيع التعاملات المالية وجذب الاستثمارات الأجنبية.

- **التوسع في برامج الخوصصة:**

التي يمكن من خلالها تعزيز عرض وتداول الأوراق المالية، وتنفيذ عمليات البيع المباشر للمستثمرين الاستراتيجيين أو الشركات وصناديق الاستثمار، أو عن طريق البيع بالمزاد العلني.

- **مكننة أنظمة التداول:**

باستخدام التقنيات الحديثة لتسهيل تداول الأسهم ورفع كفاءة وسرعة التعامل بالأوراق المالية مع زيادة الشفافية والأمان لدى المتعاملين [1].

1- د.مفتاح صالح، أ. معارفي فريدة، مرجع سابق، بتصرف، ص 192-193.

خلاصة الفصل الثالث

يعد الإفصاح من أهم الأسس التي تقوم عليها الأسواق المالية وذلك لما يهدف اليه من تقديم للمعلومات الملائمة والموثوقة للمستثمرين لمساعدتهم على اتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة.

و الإفصاح لا يقتصر فقط على المعلومات المالية المتمثلة في القوائم المالية بل يتعدى الى الإفصاح عن المعلومات غير المالية، والتي تستكمل جانب مهم من المعلومات التي يحتاجها المستثمر نظرا لما تتضمنه من معلومات تفسيرية حول البيئة الداخلية والخارجية للشركة بعيدا عن المحتوى المحاسبي للقوائم المالية. والإفصاح بأبعاده الشاملة يمكن أن يوفر نظاما شاملا للمعلومات التي يحتاجها السوق المالي، بما يحقق الشفافية في الرؤية للمنشآت على اختلاف أنواعها وأهدافها.

و لهذا فقد ظهرت مجموعة من القوانين والتشريعات التي تدعم هذا المبدأ والتي من بينها قانون sarbanes oxley الذي جاء مؤكدا على أهمية انتهاج آليات دورية وسريعة للرفع من مستوى الإفصاح والشفافية المالية وتفعيل لجان المراجعة الداخلية، وفرض العقوبات اللازمة على الأطراف المعنية في حالة وقوع مخالفات وذلك لضمان كفاءة أداء الشركات من جهة وكفاءة السوق المالي من جهة أخرى.

و باعتبار المعلومات المالية وأنظمة الإفصاح المالي أحد أهم المحددات الرئيسية لتطور ونضوج أسواق رأس المال، فإن كفاءة السوق المالي تتوقف بدرجة كبيرة على كفاءة نظام المعلومات بالسوق أي على مدى توافر المعلومات والبيانات للمستثمرين من حيث سرعة توافرها وتماثل فرص الاستفادة منها، شرط أن تعكس هذه المعلومات مؤشرات حقيقية عن واقع الجهات المصدرة للأوراق المالية وظروف سوق تداولها، اضافة الى الوضع الاقتصادي العام في الدولة المعنية.

الخاتمة العامة

عالجت هذه الدراسة " أثر الشفافية المالية على كفاءة الأسواق المالية " موضوعا ذا أهمية بارزة في الاقتصاد، نظرا لأن افرازات العولمة المالية التي أضحى العالم يتفاعل و يتعايش معها بايجابية كبيرة تقتضي ضرورة الاهتمام بتطوير و رفع كفاءة الأسواق المالية التي تعتبر أحد الأطراف الفاعلة في سياق التنافس الدولي بين المراكز المالية الكبرى لجذب الاستثمارات و توجيهها نحو أفضل الاستخدامات.

فالحفاظ على كفاءة الأسواق المالية يرتبط بشكل وثيق بتوفير الشفافية في المعلومات و البيانات التي يتم الافصاح عنها و مدى ثقة المستثمرين بها.

و قد كان من النتائج المتوصل اليها من خلال الاستعراض الوصفي و التحليلي للإطار النظري للدراسة أن هناك بعض النتائج التي يدعم بعضها فرضيات الدراسة و يتناقض معها البعض الآخر.

فبالنسبة للفرضية الأولى المتمثلة في " تعتبر الأسواق المالية أداة هامة لتمويل متطلبات التنمية الاقتصادية" فقد اتضح أن هذه الفرضية صحيحة نظرا للدور البارز الذي تلعبه الأسواق المالية في تنمية النشاط الاقتصادي، فهي تساهم في توفير الاحتياجات المالية اللازمة لتمويل أهداف التنمية و توفير فرص استثمارية ممتازة كما تعتبر عامل جذب لرؤوس الأموال الأجنبية و المحلية على حد سواء.

أما بالنسبة للفرضية الثانية و التي تنص على أن " المعلومات المالية المفصح عنها كافية لتلبية احتياجات المستثمرين في السوق المالي" فقد تم رفض هذه الفرضية لأن الافصاح يجب أن لا يقتصر على المعلومات المالية فقط، بل يجب أن يتعدى الى الإفصاح عن المعلومات غير المالية و التي تدعم القوة التفسيرية للمعلومات الواردة في القوائم المالية، و تشبع رغبات كل الجهات و الأطراف المعنية.

أما الفرضية الأخير و التي تنص على أن " استخلاص أثر الشفافية المالية على كفاءة السوق المالي يمكن أن يتم من خلال أهمية أو دور المعلومات التي يحتاجها المتعاملون " فصحة هذه الفرضية يتجسد في أن الالتزام بتطبيق الشفافية المالية يؤدي إلى شمول مفهوم جودة المعلومات بحيث أصبحت تتضمن مجموعة من المعايير المتعددة التي تساعد المستثمرين على اتخاذ قراراتهم، لذا فإن تحقيق جودة المعلومات المالية بمفهومها الشامل في ظل الشفافية المالية سوف ينعكس ايجابا على السوق المالي و بالتالي رفع كفاءته.

و على ضوء ما سبق تحليله من بيانات و معلومات خاصة بهذه الدراسة فقد تم التوصل الى النتائج و التوصيات التالية:

1. النتائج:

- ان الاهتمام المتزايد بتطبيق آليات حوكمة الشركات يؤدي الى تحقيق الشفافية في المعلومات مما يؤدي الى زيادة ثقة المستثمرين و الحد من الكثير من المشاكل التي تواجهها الشركات و التي من أهمها المشاكل المالية و الادارية.
- ان الشفافية المالية تؤدي الى الحد من تأثير الشائعات واستغلال المعلومات الداخلية، ما يوفر فرص متساوية للمستثمرين في الحصول على المعلومات والبيانات الملائمة التي يحتاجون اليها.
- أن الإفصاح المطلوب في السوق المالي بمقوماته الحديثة يشتمل على نوعين من الافصاحات المتكاملة والمتلازمة والمتمثلة في الإفصاح المالي والإفصاح غير المالي.
- ان تطبيق قانون Sarbanes-Oxley يعزز تطبيق الحوكمة في الشركات و يساهم في زيادة دور كل من لجان المراجعة الداخلية و الخارجية و تحقيق الشفافية و الافصاح بالإضافة الى التقييم الفعال و المستمر لأداء الشركات.

2. التوصيات:

- تتطلب تعزيز كفاءة الأسواق المالية تطوير قواعد الشفافية و الافصاح من خلال تطبيق مبادئ حوكمة الشركات.
- انشاء هيئة سوق المال لكي تتولى مسؤوليات و اختصاصات العمل الرقابي و الاشرافي من خلال ممارسة الرقابة الفعالة على السوق، و ضمان فرض و تنفيذ القوانين خاصة في مجال الرقابة على الشفافية و الافصاح مما يساعد على دعم الثقة في السوق المالي و يضمن سلامة أدائه و من ثم تحقيق توازنه.
- تنظيم و تطوير عمليات الافصاح الملزمة لتشمل كافة المعلومات التي يحتاجها المستثمرين لاتخاذ قراراتهم الاستثمارية، وأن أفضل الوسائل لتحقيق ذلك أن يتم تعديل معيار العرض والإفصاح لكي يلزم الشركات بالافصاحات المطلوبة.

قائمة المراجع

المراجع باللغة العربية:

- الكتب:

1- د. أرشد فؤاد التميمي، د. أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية (تحليل وإدارة)، دار المسيرة عمان، الطبعة الأولى، 2004.

2- د. السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر، الطبعة الأولى، 2010.

3- أ. الياس بن ساسي، د.يوسف قريشي، التسيير المالي، دار وائل، عمان، الطبعة الأولى، 2006.

4- جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية والنقدية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2002.

5- أ.د حاكم محسن الرجعي، أ.د محمد عبد الحسين راضي، حوكمة البنوك وأثرها في الأداء والمخاطرة، دار اليازوري، الطبعة الأولى، 2011.

6- د. دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، اليازوري، الطبعة العربية، 2009.

7- د. زياد رمضان، د. مروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق، 2008.

8- صلاح الدين حسن السيسى، بورصات الأوراق المالية (الأهمية، الأهداف، السبل، مقترحات النجاح)، عالم الكتب، الطبعة الأولى، 2003.

9- أ.د ضياء مجيد، البورصات (أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات)، مؤسسة شباب الجامعة، 2003.

10-د. طارق عبد العال، حوكمة الشركات (شركات، قطاع عام وخاص، مصارف)، الدار الجامعية، طبعة مزيدة ومنقحة، 2007- 2008.

11-طاهر حيدر حردان، أساسيات الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، 2009.

12-د. عاطف وليم اندراوس، أسواق الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2006.

13- د. عبد الغفار حنفي، بورصة الأوراق المالية (أسهم- سندات- وثائق الاستثمار- الخيارات)، دار الجامعة الجديدة للنشر، 2003.

14-د. عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية (أسهم- سندات- وثائق الاستثمار)، الدار الجامعية، 2006-2007.

15-د.عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر، عمان، الطبعة الأولى، 2008.

16-د.فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (الأسس النظرية والعملية)، دار وائل، الطبعة الأولى، 2008.

17-د. قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار (بين النظرية والتطبيق)، الطبعة الأولى، 2009.

18-أ.د محمد الحناوي، أ.د نهال فريد مصطفى وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، المكتب الجامعي الحديث، 2007.

19-محمد الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، 2008.

20-أ. د محمد الصيرفى، البورصات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، الطبعة الأولى، 2007.

21-د. محمد مصطفى سليمان، دور حوكمة الشركات في معالجة الفساد المالي والإداري (دراسة مقارنة)، الدار الجامعية، الطبعة الثانية، 2009.

22-محمد يوسف ياسين، البورصة (عمليات البورصة- تنازع القوانين- اختصاص المحاكم)، منشورات الحلبي الحقوقية، الطبعة الأولى، 2004.

23-د. محمود محمد داغر، الأسواق المالية (مؤسسات، أوراق، بورصات)، دار الشروق، عمان، الطبعة الثانية، 2007.

24-د. هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء، الطبعة الأولى، 2009.

- المذكرات:

1- مذكرة تخرج مقدمة لنيل شهادة الماجستير، بعنوان : حوكمة الشركات وأثرها على كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية، تخصص: محاسبة وتمويل، للطالب: أشرف درويش أبو موسى، الجامعة الاسلامية غزة، 2008.

2- مذكرة تخرج مقدمة لنيل شهادة الماجستير، بعنوان: السيولة وكفاءة سوق الأوراق المالية، تخصص: المالية اقتصاد المعرفة والعولمة، ، للطالب: راهم لخذري، جامعة باجي مختار- عنابة-، 2007/ 2008.

3- مذكرة تخرج مقدمة لنيل شهادة الماجستير، بعنوان: اختبار كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية عند المستوى الضعيف، تخصص : محاسبة وتمويل، للطالب محمد يوسف عنتر الفالوجي، الجامعة الاسلامية غزة، 2007.

- المجلات والدوريات:

1- د. أحمد رجب عبد الملك عبد الرحمن، قياس مدى تحقق الشفافية والإفصاح في التقارير المالية المنشورة للشركات المتداولة في سوق المال السعودي- دراسة نظرية وتطبيقية- مدخل ضبط معايير المحاسبة السعودية، 2009.

2- د. أحمد سعيد قطب حاسنين، تطوير الإفصاح المحاسبي لدعم القدرة التفسيرية للمعلومات المالية، سوق الأوراق المالية السعودية، جامعة الملك سعود، 2006.

3- بالرقي تيجاني، الإفصاح المحاسبي وأثره على كفاءة الأسواق المالية الناشئة، ورقة عمل مقدمة للملتقى الدولي: السوق المالي بين النظري والتطبيق في إطار تجارب الدول العربية، جامعة عنابة، 21- 22 أكتوبر 2008.

4- أ. د صالح أحمد البربري، قواعد الشفافية والإفصاح والأشخاص الملزمون بتطبيقها في سوق الأوراق المالية (دراسة قانونية مقارنة)، مؤتمر الأسواق المالية والبورصات، 2007، slconf.uaeu.ac.ae .

5- عبد الرؤوف ربابعة، سامي الحطاب، التحليل المالي وتقييم الأسهم ودور الإفصاح في تعزيز كفاءة الأسواق المالية، فبراير/ مارس 2006، www.Almaktabah.net.

6- د.لطيف زدود، د. حسان قيطيم، نغم أحمد فؤاد مكية، دور الإفصاح المحاسبي في سوق الأوراق المالية في ترشيد قرار الاستثمار، مجلة جامع تشرين للدراسات والبحوث العلمية- سلسلة العلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد(29)، العدد (1) 2009.

7- د. مناور حداد، المؤتمر العلمي الأول حول دور حوكمة الشركات في التنمية الاقتصادية خلال الفترة (15-16) تشرين الأول 2008.

8- د. مفتاح صالح، أ. معارفي فريدة، متطلبات كفاءة السوق المالي، مجلة الباحث، جامعة محمد خيضر، بسكرة، عدد 07/ 2009- 2010.

9- نرمين أبو العطا، حوكمة الشركات سبيل التقدم مع إلقاء الضوء على التجربة المصرية، 2003، www.cipe-arabia.org.

10- حوكمة الشركات وأسواق المال العربية، بحوث وأوراق عمل مؤتمر متطلبات حوكمة الشركات وأسواق المال العربية المنعقد في شرم الشيخ- جمهورية مصر العربية- ، منشورات المنظمة العربية للتنمية الإدارية 2007.

11- الإدارة الرشيدة والإصلاح الإداري والمالي، بحوث وأوراق عمل، منشورات المنظمة العربية للتنمية الإدارية 2009.

- مواقع الانترنت :

1- مبادئ منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية بشأن حوكمة الشركات،2004 ، www.oecd.org.

2- مفهوم الشفافية والمساءلة ودور الأجهزة العليا للرقابة: vwww.libyansai.go.

المراجع باللغة الأجنبية :

- الكتب:

1- Caroline Selmer, Toute la fonction finance, Dunod, Paris, 2006.

2- Fréderic Mishkin, Monnaie banque et Marchés financiers, Nouveaux horizons, Paris, 8 édition, 2007.

3- Hélène Ploix, Gouvernance d'entreprise : pour tous, dirigeants, administrateurs et investisseurs, édition HEC, Paris, 2eme édition, 2006.

4- Karine Le Joly et Bertrand Moingeon, Gouvernement d'entreprise : débats

1. théoriques et pratiques, ellipses édition, 2001.

5- Michèle Mollet, Georges Langlois, Finance d'entreprise : manuel et

2. applications, Edition Foucher, 4e édition 2010/2011.

6- Pascal Vidal, Vincent Petit, Systèmes d'information organisationnels, Pearson Education France, 2e édition 2009

- المجلات والدوريات:

1- Bernhard Kuschink, The Sarbanes Oxley Act: Big Brother is Watching You, or Adequate Measures of Corporate Governance Regulation, www.*businesslaw.newark.rutgers.edu/RBLJ_vol5_no1_kuschnik.pdf.*
2- Eugene Fama , Efficient capital market , A review of theory and empirical work, the journal of finance, vol25, No2, New York,1970.
3- Hervé Stolowy, Edouard Pujol, Mauro Molinari, Groupe HEC, Audit financier et contrôle interne: L'apport de la loi Sarbanes-oxley, www.cairn.info.
4- M. Angels de frutos, Carolina Manzano, Trade disclosure and price dispersion, Journal of finance Markets, Volume 8, May 2005.
5- Stijn Claessens, Focus -1-, Corporate Governance and Development,

7- www.ifc.org/ifcext/cgf.nsf/Content/CG_Leadership_Program_July_2006.

- مواقع الانترنت :

1- Speech by SEC Commissioner: Opening Remarks before the Symposium on Enhancing Financial Transparency،

www.sec.gov.

2- Sarbanes Oxley Act Section 302, www.soxlaw.com.

3- Sarbanes Oxley Act, www. Wikipedia.org.

4- Public Law 107-104 Sarbanes Oxley Act of 2002, www.gpo.gov.

5- Sarbanes Oxley Act Section 208, www.soxlaw.com.


تم بحمد الله